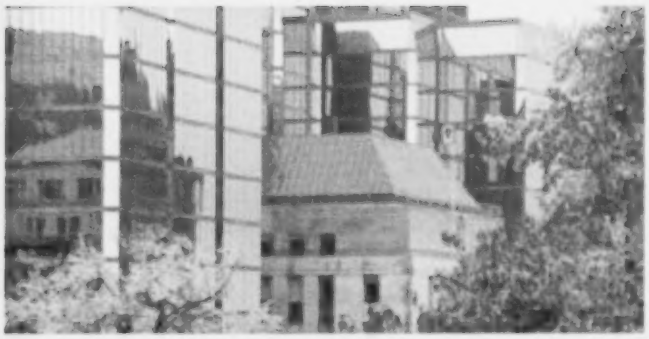
BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2012



banqueducanada.ca

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada[1]

Le ciblage de l'inflation et l'économie

- La Banque du Canada a pour mandat de mener la politique monétaire de manière à favoriser la prospérité économique et financière des Canadiens.
- L'expérience du Canada en matière de ciblage de l'inflation depuis 1991 a démontré que c'est en gardant l'inflation à un niveau bas, stable et prévisible qu'on peut le mieux préserver la confiance dans la valeur de la monnaie et contribuer à la croissance soutenue de l'économie, à la progression de l'emploi et à l'amélioration du niveau de vie.
- En 2011, le gouvernement canadien et la Banque du Canada ont reconduit la cible de maîtrise de l'inflation pour une nouvelle période de cinq ans qui se terminera le 31 décembre 2016. Établie pour l'inflation mesurée par l'indice des prix à la consommation (IPC) global, cette cible est de 2 %, soit le point médian d'une fourchette dont les limites sont fixées à 1 et à 3 %.

L'instrument de politique monétaire

- La Banque mène la politique monétaire en modifiant le taux cible du financement à un jour[2]. Ces modifications se transmettent à l'économie par l'influence qu'elles exercent sur les taux d'intérêt du marché, sur les prix des actifs nationaux et sur le taux de change, dont l'évolution se répercute à son tour sur la demande globale de biens et de services canadiens. L'équilibre entre cette demande et la capacité de production de l'économie constitue, à terme, le principal déterminant des pressions inflationnistes au sein de l'économie.
- Il faut un certain temps — entre six et huit trimestres, habituellement — pour que les effets des interventions en matière de politique monétaire se propagent dans l'économie et se fassent sentir pleinement sur l'inflation. C'est pourquoi la politique monétaire doit avoir une orientation prospective.
- Conformément à son engagement d'assurer des communications claires et transparentes, la Banque présente régulièrement son point de vue sur les forces à l'œuvre au sein de l'économie et sur leurs implications pour l'inflation. La rédaction du *Rapport sur la politique monétaire* constitue un élément important de cette démarche. Les décisions de la Banque en matière de politique monétaire sont normalement annoncées à huit dates préétablies au cours de l'année et les résultats de l'actualisation de sa projection, y compris les risques qui l'entourent, font l'objet d'une analyse complète publiée quatre fois par an dans le *Rapport*.

Le régime de ciblage de l'inflation est *symétrique* et *flexible*

- Le régime canadien de ciblage de l'inflation se distingue par son caractère *symétrique* : la Banque se préoccupe en effet autant d'un taux d'inflation qui dépasse la cible de 2 % que d'un taux qui lui est inférieur.
- Ce régime est également *flexible*. En temps normal, la Banque cherche à ramener l'inflation au taux visé dans un délai de six à huit trimestres. L'horizon pour l'atteinte de la cible d'inflation pourra cependant varier, selon la nature et la persistance des chocs économiques.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations des prix de composantes volatiles, comme les fruits et l'essence, et aux modifications des impôts indirects. C'est pour cette raison que la Banque suit de près, outre l'IPC global, un ensemble de mesures de l'inflation « fondamentale », et en particulier un indice appelé IPCX qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC global ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes. Ces mesures lui permettent de faire abstraction des variations temporaires des prix et de se concentrer sur la tendance sous-jacente de l'inflation. L'inflation fondamentale sert de *guide* à la conduite de la politique monétaire pour faciliter l'atteinte de la cible fixée pour l'inflation mesurée par l'IPC global; elle ne se substitue pas à celle-ci.

---

1 Voir la *Déclaration commune du gouvernement canadien et de la Banque du Canada concernant la reconduction de la cible de maîtrise de l'inflation* (8 novembre 2011) ainsi que le document d'information publié à ce sujet par la Banque le 9 novembre 2011; on peut consulter ces deux documents dans le site Web de l'institution.

2 Lorsque les taux d'intérêt se situent à zéro, leur niveau plancher, l'assouplissement monétaire additionnel nécessaire à l'atteinte de la cible d'inflation peut être fourni au moyen de trois instruments de politique monétaire non traditionnels : 1) une déclaration *conditionnelle* au sujet de la trajectoire future du taux directeur; 2) l'assouplissement quantitatif; 3) l'assouplissement direct du crédit. Ces mécanismes et les principes qui en régissent l'utilisation sont décrits dans l'Annexe de la livraison d'avril 2009 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada peut être consulté dans le site Web de la Banque, à l'adresse **banqueducanada.ca**.

Pour de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec le :

Service d'information publique
Département des Communications
Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario) K1A 0G9

Téléphone : 613 782-8111;
1 800 303-1282 (sans frais en Amérique du Nord)
Courriel : info@banqueducanada.ca
Site Web : banqueducanada.ca

ISSN 1201-8783 (version papier)
ISSN 1490-1242 (Internet)
© 2012 Banque du Canada

BANQUE DU CANADA
BANK OF CANADA

Rapport sur la politique monétaire

Octobre 2012

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Mark Carney, Tiff Macklem, John Murray, Timothy Lane, Jean Boivin et Agathe Côté.

Le présent rapport se fonde sur l'information reçue au 19 octobre 2012.

« Bien que l'économie canadienne ressente les effets de l'angoisse qui règne dans le monde, les principales sources d'inquiétude à l'étranger sont toutes des points qui inspirent une confiance justifiée ici au pays. Le Canada jouit de saines finances publiques. La politique monétaire est claire et crédible. Le système financier canadien s'est révélé l'un des plus résilients au monde tout au long de la crise. Depuis, il a gagné en robustesse. »

—Mark Carney

Gouverneur, Banque du Canada
15 octobre 2012
Nanaimo (Colombie-Britannique)

Table des matières

Vue d'ensemble 1

L'économie mondiale 3

- La conjoncture financière mondiale 5
  - Encadré 1 : Les implications de l'évolution récente de la politique monétaire aux États-Unis 6
- La zone euro 8
- Les États-Unis 10
- Le Japon 14
- Les économies de marché émergentes 14
- Les cours des produits de base 16
- Les implications pour l'économie canadienne 17
- Le dollar canadien 18

L'économie canadienne 21

- Les conditions financières 21
- La croissance de la production potentielle 24
  - Encadré 2 : Révisions touchant la croissance de la production potentielle 25
- L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie 25
  - Encadré 3 : Révision historique du Système de comptabilité nationale du Canada 26
- L'économie réelle 29
- L'inflation 37

Les risques entourant les perspectives 41

Vue d'ensemble

L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la Banque présentées en juillet. L'économie américaine croît à un rythme graduel. L'Europe est en récession, et les indicateurs récents donnent à penser que la contraction se poursuit. En Chine et dans les autres grandes économies émergentes, la croissance a décéléré un peu plus que prévu, bien qu'on observe des signes de stabilisation autour des taux d'expansion actuels. Malgré le ralentissement de l'activité à l'échelle du globe, les cours du pétrole et des autres matières premières que produit le Canada ont augmenté, en moyenne, ces derniers mois. La conjoncture financière mondiale s'est améliorée, sous l'effet des mesures de politique énergiques prises par des grandes banques centrales, mais le climat demeure fragile.

Au Canada, bien que les vents contraires extérieurs continuent de freiner l'activité économique, des facteurs internes soutiennent une croissance modérée. Après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie devrait se raffermir et tourner de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013. La Banque continue d'anticiper que l'expansion sera principalement alimentée par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur des conditions financières très expansionnistes au pays. On s'attend à ce que l'activité dans le secteur du logement, qui a grimpé à des niveaux historiquement élevés, connaisse un déclin, alors que le fardeau de la dette des ménages devrait continuer d'augmenter avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection. Les exportations canadiennes devraient se redresser progressivement mais demeurer inférieures au sommet atteint avant la récession jusqu'à la première moitié de 2014, compte tenu de la faiblesse de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Ces défis comprennent la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale.

Ayant pris en compte les révisions apportées aux comptes nationaux, la Banque prévoit que l'économie progressera de 2,2 % en 2012, de 2,3 % en 2013 et de 2,4 % en 2014.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions ces derniers mois, ce qui tient aux prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et services. Elle devrait remonter graduellement au cours des prochains trimestres et atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013, la faible marge de capacités inutilisées présente actuellement au sein de l'économie se résorbant graduellement, la croissance de la rémunération du travail demeurant modérée et les attentes d'inflation restant bien ancrées. L'inflation mesurée

par l'IPC global, qui a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 %, comme prévu, devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard qu'escompté précédemment.

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. Dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle et que le précipice budgétaire aux États-Unis sera évité. Les déséquilibres dans le secteur canadien des ménages demeurent le risque intérieur le plus important. Il s'agit d'un risque tant à la hausse qu'à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme renouvelé de l'investissement résidentiel au Canada.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une demande plus faible d'exportations canadiennes et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance moins vigoureuse.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.

Compte tenu de tous ces facteurs, le 23 octobre, la Banque a décidé de maintenir le taux cible du financement à un jour à 1 %. Au fil du temps, une réduction modeste de la détente monétaire sera probablement nécessaire, de façon à atteindre la cible d'inflation de 2 %. Le moment et le degré de toute réduction seront évalués avec soin, en fonction de l'évolution économique à l'échelle internationale et nationale, y compris l'évolution des déséquilibres dans le secteur des ménages.

L'économie mondiale

L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la Banque énoncées dans le *Rapport sur la politique monétaire* de juillet. Alors que l'économie américaine croît à un rythme graduel, l'Europe est en récession, et les indicateurs récents donnent à penser que la contraction se poursuit. En Chine et dans les autres grandes économies émergentes, la croissance a décéléré un peu plus que prévu, bien qu'on observe des signes de stabilisation autour des taux d'expansion actuels. Malgré le ralentissement de l'activité à l'échelle du globe, les cours du pétrole et des autres matières premières que produit le Canada ont augmenté, en moyenne, ces derniers mois. La conjoncture financière mondiale s'est améliorée depuis la publication de la dernière livraison du *Rapport*, à la faveur des mesures de politique énergiques prises par de grandes banques centrales, notamment la Réserve fédérale des États-Unis, la Banque centrale européenne (BCE) et la Banque du Japon (**Graphique 1** et **Graphique 2**). Le climat général, toutefois, demeure fragile.

◂ *L'évolution de l'économie mondiale a été largement conforme aux projections de la Banque...*

◂ *... à la faveur des mesures de politique énergiques prises par de grandes banques centrales.*

L'expansion économique mondiale, qui se situait à 3,8 % en 2011, devrait ralentir, pour s'établir à 3,0 % en 2012 et à 3,1 % en 2013, avant de remonter à 3,5 % en 2014 (**Tableau 1**). Le scénario de référence de la Banque continue de tabler sur les deux importantes hypothèses suivantes : la crise de la zone euro restera contenue et un resserrement marqué de la politique budgétaire américaine au début de 2013, ce qu'on appelle le « précipice budgétaire », sera évité. Les projections de la Banque tiennent compte de l'incidence de ces facteurs et d'autres sources d'incertitude sur l'économie mondiale.

Tableau 1 : **Projection relative à la croissance de l'économie mondiale**

	Part du PIB mondial réel[a] (en pourcentage)	Croissance projetée[b] (en pourcentage)			
		2011	2012	2013	2014
États-Unis	19	1,8 (1,7)	2,1 (1,9)	2,3 (2,1)	3,2 (3,0)
Zone euro	14	1,5 (1,5)	-0,5 (-0,6)	0,4 (0,3)	1,0 (1,3)
Japon	6	-0,7 (-0,7)	2,2 (2,5)	1,0 (1,3)	1,1 (0,9)
Chine	14	9,3 (9,3)	7,6 (7,8)	7,7 (7,8)	7,7 (7,8)
Autres pays	47	4,3 (4,3)	3,2 (3,2)	3,1 (3,2)	3,3 (3,3)
Ensemble du monde	100	3,8 (3,8)	3,0 (3,1)	3,1 (3,1)	3,5 (3,5)

a. La part de chaque pays ou groupe de pays est calculée d'après les estimations du FMI des PIB mesurés en parité des pouvoirs d'achat pour 2011.

Source : FMI, *Perspectives de l'économie mondiale*, octobre 2012

b. Les chiffres entre parenthèses correspondent aux projections présentées dans la livraison de juillet 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

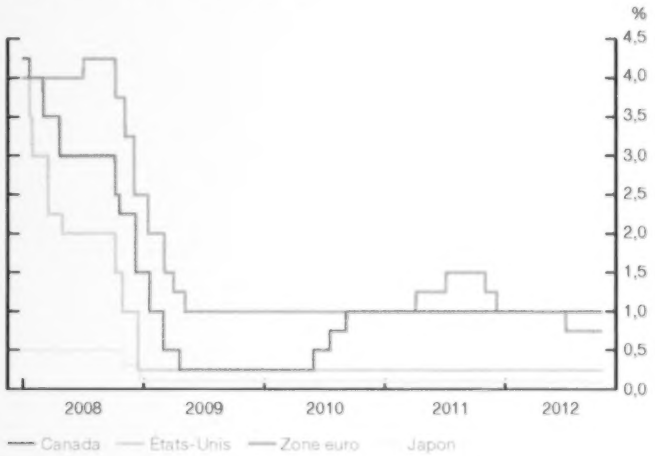
Source : Banque du Canada

Les pressions inflationnistes sous-jacentes dans le monde devraient s'amoindrir au cours de la période de projection face aux capacités inutilisées considérables au sein de nombreuses économies avancées. La hausse récente des prix de l'énergie et des aliments aura cependant un effet compensatoire à court terme, surtout dans les économies émergentes.

◀ *Les pressions inflationnistes sous-jacentes dans le monde devraient s'amoindrir.*

Graphique 1 : **Les taux directeurs des économies avancées demeurent à des niveaux historiquement bas**

Taux directeurs, données quotidiennes



Nota : Le 5 octobre 2010, la Banque du Japon a adopté une fourchette dans laquelle son taux directeur peut varier de 0,0 à 0,1 %, au lieu de la cible de 0,1 % qu'elle visait jusque-là. La Réserve fédérale des États-Unis applique une fourchette cible qui va de 0,0 à 0,25 % depuis le 16 décembre 2008.

Sources : Banque du Canada, Réserve fédérale des États-Unis, Banque centrale européenne et Banque du Japon Dernière observation : 19 octobre 2012

Graphique 2 : **Certaines banques centrales ont encore augmenté la taille de leur bilan**

Actifs détenus par les banques centrales par rapport au PIB de leurs pays respectifs, données trimestrielles

Sources : Banque du Canada et Statistique Canada; Réserve fédérale et Bureau of Economic Analysis des États-Unis; Banque centrale européenne et Office statistique des Communautés européennes; Banque d'Angleterre et Office for National Statistics (Royaume-Uni); Banque du Japon et Bureau du Cabinet (Japon) Dernière observation : 2012T2

La conjoncture financière mondiale

Les conditions financières mondiales se sont légèrement améliorées.

Les risques extrêmes dans la zone euro sont perçus comme ayant diminué.

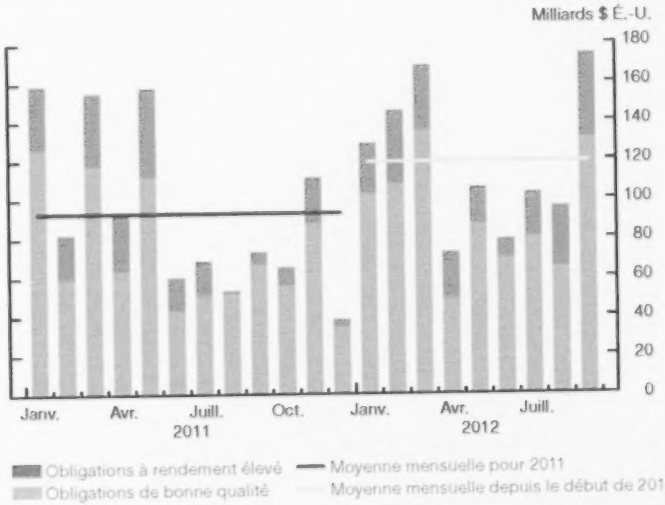
Les conditions financières mondiales se sont légèrement améliorées depuis la parution du dernier *Rapport*, à la faveur de plusieurs initiatives d'envergure menées par les banques centrales et d'une atténuation des craintes entourant la possibilité qu'un incident majeur touchant le crédit se produise à court terme. Les risques extrêmes dans la zone euro sont perçus comme ayant fortement diminué à la suite de l'annonce par la BCE de son programme d'opérations monétaires sur titres, tandis que le nouvel assouplissement monétaire important annoncé par la Réserve fédérale américaine a fourni un soutien additionnel à certains actifs risqués[1] (**Encadré 1**).

Le climat plus positif sur les marchés s'est manifesté par le rétrécissement des écarts de crédit, le niveau élevé des émissions d'obligations de sociétés (**Graphique 3**) et des gains importants enregistrés par de nombreux marchés boursiers. Il est aussi possible que l'apport exceptionnel de liquidité procuré par les banques centrales fasse reculer les mesures de la volatilité des marchés financiers.

Le programme d'opérations monétaires sur titres, qui permet à la BCE d'acheter des obligations d'État sur le marché secondaire, est conçu pour éliminer la prime de risque liée à la possibilité que des pays quittent la zone euro et pour améliorer le mécanisme de transmission de la politique monétaire dans la zone euro[2]. Cette mesure, conjuguée à d'autres faits encourageants sur le plan politique dans cette région, a réduit la probabilité d'une crise sévère et a donné lieu à un renversement de certains mouvements

Graphique 3 : **L'activité sur les marchés du crédit aux entreprises est robuste**

Émission à l'échelle du globe d'obligations de sociétés libellées en dollars américains, données mensuelles



Nota : Pour l'année considérée, les moyennes sont calculées sur l'ensemble des émissions d'obligations à rendement élevé et de bonne qualité.

Source : Bloomberg

Dernière observation : septembre 2012

1 L'augmentation observée de l'appétit pour le risque a aussi été renforcée par l'annonce d'une nouvelle détente monétaire par d'autres banques centrales, dont la Banque du Japon, qui a accru la taille de son programme d'achat d'actifs de quelque 10 billions de yens à la mi-septembre.

2 La BCE a indiqué que les opérations monétaires sur titres seront envisagées uniquement si elles sont justifiées du point de vue de la politique monétaire, et dans la mesure où les conditions établies en vertu du programme du Fonds européen de stabilité financière ou du Mécanisme européen de stabilité sont entièrement respectées.

Encadré 1

Les implications de l'évolution récente de la politique monétaire aux États-Unis

À l'issue de la réunion des 12 et 13 septembre derniers du Comité de l'open market, la Réserve fédérale a annoncé qu'elle procéderait à des achats supplémentaires de titres hypothécaires émis par les agences de refinancement américaines au rythme de 40 milliards de dollars É.-U. par mois. Le Comité a aussi déclaré qu'elle poursuivrait ses rachats de titres hypothécaires — et augmenterait au besoin ses achats d'actifs — jusqu'à ce que les perspectives du marché de l'emploi s'améliorent nettement. Le Comité a en outre indiqué que le taux des fonds fédéraux serait maintenu à des niveaux exceptionnellement bas jusqu'à au moins la mi-2015, et il a précisé qu'il s'attendait à ce que cette orientation fortement expansionniste de la politique monétaire reste appropriée longtemps après que la reprise économique se sera consolidée. L'ensemble de ces mesures constitue un troisième programme d'assouplissement quantitatif, communément appelé « QE3 ».

Ces mesures étant plus énergiques qu'on ne l'escomptait, elles contribueront à renforcer la croissance sur la période de projection. En particulier, la Banque prévoit qu'elles soutiendront l'activité aux États-Unis :

- en faisant diminuer les taux hypothécaires, facilitant ainsi l'achat de logements et les refinancements;
- en incitant les investisseurs à rééquilibrer leurs portefeuilles au profit d'actifs plus risqués, mais au rendement plus élevé, ce qui :
  - engendrera, grâce à l'appréciation des actifs, des effets de richesse positifs favorables à la consommation;
  - stimulera, par la réduction du coût des emprunts, la consommation et l'investissement;
- en exerçant une pression à la baisse sur la valeur externe du dollar É.-U., ce qui stimulera les exportations américaines et restreindra les importations.

L'ampleur de l'effet que ce troisième volet d'assouplissement quantitatif aura sur les conditions financières et l'activité aux États-Unis est incertaine. Les estimations de l'incidence des volets précédents varient passablement entre elles. Elles risquent de surcroît d'être d'une utilité limitée dans le cas du nouveau programme : d'une part, le contexte macroéconomique et financier a changé; d'autre part, la Réserve fédérale n'a cette fois-ci pas précisé combien d'actifs elle achèterait ni fixé la durée du programme.

Les conditions financières aux États-Unis se sont assouplies depuis la publication du procès-verbal de la réunion du Comité de l'open market tenue les 31 juillet et 1er août, où la possibilité de mettre en œuvre de nouvelles mesures de politique monétaire a été abondamment débattue (**Tableau 1-A**). Les écarts de crédit ainsi que les taux auxquels les sociétés peuvent emprunter ont diminué, les cours des actions ont progressé et le dollar américain a perdu du terrain. De plus, les volumes d'émissions d'obligations de bonne qualité et d'obligations à rendement élevé du secteur privé atteignent des niveaux quasi records. Il est à noter, cependant, que puisque de nombreux facteurs influencent simultanément les marchés financiers, il est difficile de distinguer parmi leurs effets ceux qui sont propres aux nouvelles mesures.

La Banque est d'avis que le nouveau programme d'assouplissement quantitatif fera augmenter de 1,3 % le PIB américain d'ici 2014 et qu'il stimulera, plus généralement, l'activité économique mondiale, ce qui alimentera la demande d'exportations canadiennes et apportera un soutien aux prix des produits de base. Une baisse des rendements offerts par diverses catégories d'actifs américains implique que les rendements des actifs financiers canadiens comparables deviennent relativement plus attrayants. On peut donc s'attendre à une certaine substitution dans les portefeuilles au profit des actifs canadiens, laquelle pourrait, en retour, peser sur les rendements de ceux-ci et exercer des pressions à la hausse sur la valeur du dollar canadien.

Ce troisième programme devrait somme toute avoir des répercussions légèrement positives sur l'économie canadienne, faisant progresser le PIB réel d'environ 0,4 % d'ici 2014. Les retombées précises du programme seront en grande partie déterminées par l'efficacité relative des différents canaux de transmission.

Tableau 1-A : **Des conditions financières plus favorables à la croissance aux États-Unis**

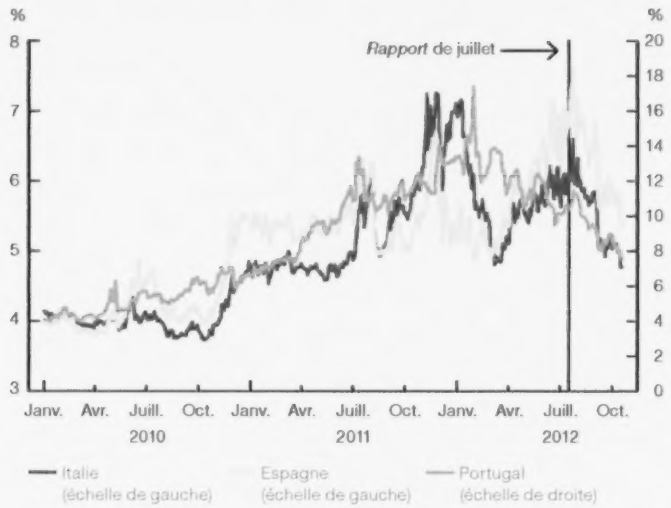
Catégorie d'actifs	Niveau actuel[a]	Depuis la réunion du Comité de l'open market (13 septembre)	Depuis la publication du procès-verbal (22 août)[b]
Taux hypothécaire à 30 ans	3,37	-18 pb	-29 pb
Indice S&P 500	1 433,19	-1,83 %	+1,39 %
Rendement des obligations du Trésor américain à dix ans	1,76 %	+4 pb	+7 pb
Écart de rendement relatif aux obligations de sociétés américaines de bonne qualité	176 pb	-29 pb	-37 pb
Taux de change du dollar É.-U. pondéré en fonction du commerce extérieur	79,62	-0,45 %	-2,29 %

a. À la clôture des marchés le 19 octobre 2012 ou selon les données les plus récentes

b. Procès-verbal de la réunion d'août du Comité de l'open market au cours de laquelle la possibilité de mettre en place de nouvelles mesures d'assouplissement quantitatif a été considérée et abondamment débattue

Graphique 4 : **Les rendements des obligations d'État de plusieurs pays périphériques de la zone euro ont fortement reculé**

Rendement des obligations d'État à dix ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 19 octobre 2012

vers les valeurs refuges[3]. Par conséquent, les rendements des titres souverains ont fortement reculé dans plusieurs pays périphériques de la zone euro (**Graphique 4**). Les rendements obligataires dans l'ensemble de ces pays restent toutefois élevés, et des tensions importantes subsistent sur les marchés financiers. On observe notamment des signes de fragmentation accrue des marchés financiers européens, qui se manifestent par une baisse des flux financiers transfrontières et une préférence évidente pour les titres nationaux dans les portefeuilles de placement. Les rendements à court terme dans certains grands pays européens sont presque nuls, ce qui porte à croire que les investisseurs sont toujours méfiants et qu'ils sont disposés à payer une prime pour protéger leurs placements (**Graphique 5**). De plus, selon la dernière enquête sur les conditions du crédit bancaire en zone euro, les banques ont continué de durcir les normes d'octroi de prêts aux entreprises au deuxième trimestre, et elles comptaient intensifier ce resserrement pour toutes les catégories de prêts au troisième trimestre.

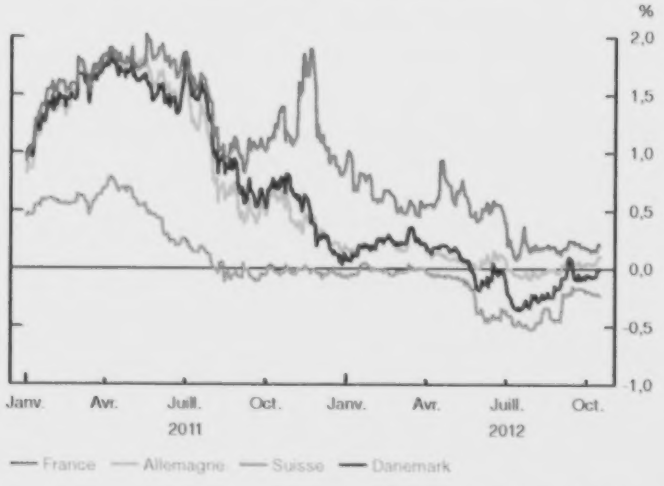
◂ *Les rendements obligataires dans les pays périphériques de la zone euro restent toutefois élevés.*

Aux États-Unis, la Réserve fédérale a indiqué que le taux des fonds fédéraux serait maintenu à des niveaux exceptionnellement bas au moins jusqu'au milieu de 2015. En outre, en plus de mener à terme son programme de prolongation des échéances, la Réserve fédérale accentuera la détente monétaire en achetant un plus grand volume de titres adossés à des créances hypothécaires des agences fédérales américaines pour une valeur de 40 milliards de dollars É.-U. par mois. La banque centrale a indiqué qu'elle allait poursuivre ce programme d'achat de titres hypothécaires (ou acheter des actifs supplémentaires) jusqu'à ce qu'une amélioration sensible des perspectives d'évolution du marché américain du travail soit manifeste dans un contexte de stabilité des prix (**Encadré 1**).

3 Cette hausse de l'appétit pour le risque a été amplifiée par d'autres évolutions perçues comme favorables à la zone euro, telles que les résultats des élections aux Pays-Bas et la décision de la cour constitutionnelle allemande qui a ouvert la voie à la ratification du traité instituant le Mécanisme européen de stabilité, qui est entré en vigueur au début d'octobre.

Graphique 5 : **Les rendements des obligations à court terme dans certains grands pays européens continuent d'avoisiner des creux historiques**

Rendement des obligations d'État à deux ans, données quotidiennes



Source : Bloomberg

Dernière observation : 19 octobre 2012

Les écarts de crédit ont continué de s'amenuiser dans ce pays récemment, les rendements des obligations de sociétés de bonne qualité et des obligations de sociétés à rendement élevé ayant descendu à des niveaux quasi inégalés, sous l'effet de la forte demande des investisseurs. Les écarts sur le marché des titres hypothécaires se sont aussi resserrés de façon notable à la suite de l'annonce faite par la Réserve fédérale.

◂ *Les écarts de crédit ont continué de s'amenuiser aux États-Unis.*

La zone euro

La zone euro est en récession. Le PIB a diminué de 0,7 % au deuxième trimestre de 2012, soit un peu moins qu'escompté dans la livraison de juillet du *Rapport*. Toutefois, selon les indicateurs économiques, les tensions économiques dans les pays périphériques continuent à se propager aux grandes économies. L'indicateur composite du climat économique de la zone euro et les indices composites des directeurs d'achat sont tombés près de leurs niveaux les plus faibles enregistrés en trois ans, et les indicateurs du climat économique en France et en Allemagne ont poursuivi leur repli (**Graphique 6**).

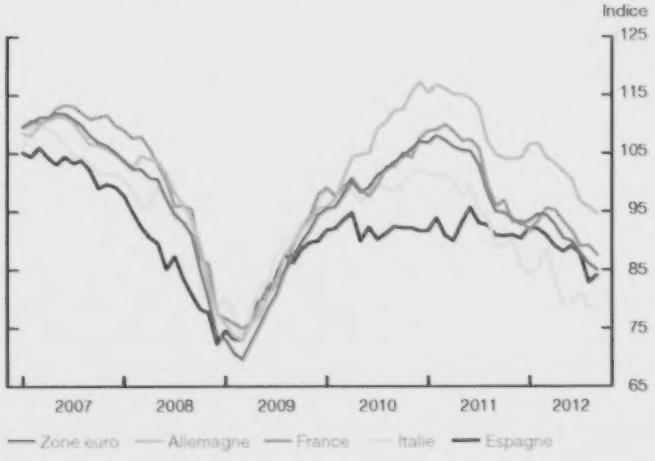
◂ *La zone euro est en récession.*

L'activité dans la zone euro devrait continuer à se contracter au deuxième semestre de 2012, et on s'attend à ce que le PIB baisse de 0,5 % pour l'ensemble de l'année. Compte tenu de la réduction en cours des leviers d'endettement des banques, des mesures d'austérité budgétaire, des tensions sur les marchés financiers et du bas niveau de confiance qui pèse encore sur les perspectives de la zone euro, la Banque entrevoit une expansion très modeste de 0,4 % et 1 % en 2013 et 2014, respectivement. La demande intérieure dans la zone euro devrait rester extrêmement faible, mais la progression des exportations devrait apporter un certain contrepoids et soutenir l'activité économique. Toutefois, on s'attend à ce que le niveau du PIB de la zone euro demeure inférieur à son sommet de 2008 tout au long de la période 2012-2014 (**Graphique 7**).

◂ *La demande intérieure dans la zone euro devrait rester extrêmement faible.*

Graphique 6 : **La situation économique tendue dans les pays périphériques de la zone euro a continué à se propager aux grandes économies**

Indicateur du climat économique, données mensuelles

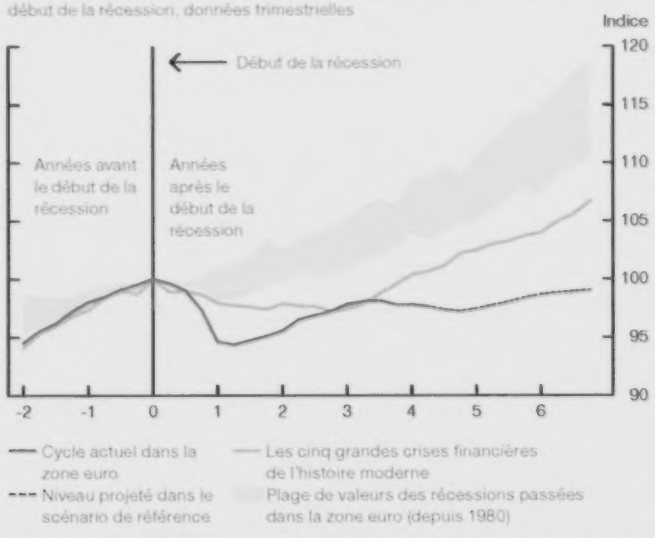


Source : Commission européenne

Dernière observation : septembre 2012

Graphique 7 : **L'Europe stagne**

Évolution du PIB réel dans la zone euro sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Eurostat, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

L'inflation globale dans la zone euro s'est maintenue à 2,6 % en septembre, sous l'effet du relèvement des impôts indirects et des prix administrés dans les pays périphériques, ainsi que de la poussée récente des cours de l'énergie. L'inflation devrait rester au-dessus de 2 % jusqu'à la fin de 2012, puis baisser graduellement pour se situer en deçà de 2 % durant la période projetée.

Même si l'instauration des opérations monétaires sur titres par la BCE permet de gagner du temps pour mettre en œuvre les réformes, d'autres mesures d'envergure seront nécessaires pour que la crise demeure contenue et pour ramener les économies de la zone euro sur une trajectoire viable. Il faudra encore plusieurs années avant que les réformes budgétaires et structurelles soient menées à terme, et la confiance des marchés ne se rétablira que progressivement.

D'autres mesures d'envergure seront nécessaires pour que la crise demeure contenue.

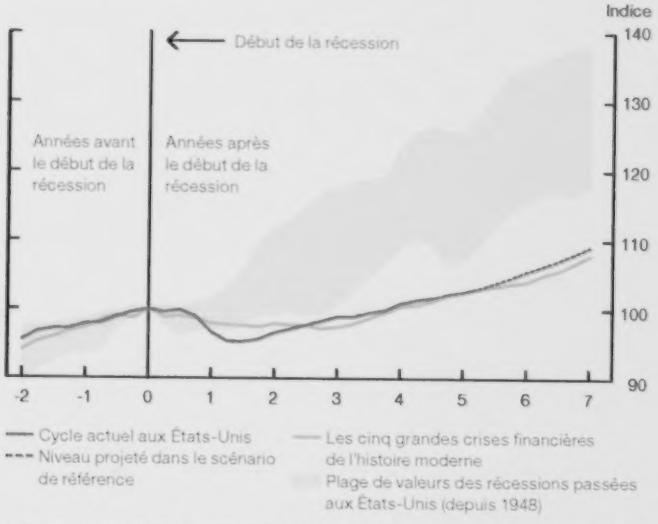
Les États-Unis

L'économie américaine continue d'afficher une expansion graduelle, tout comme cela a été le cas pour les autres pays avancés qui ont subi une sévère crise financière (**Graphique 8**). On anticipe une croissance du PIB en 2012 légèrement supérieure à ce qui était prévu antérieurement, en raison de la révision historique des données de la fin de 2011 qui influe sur le taux de croissance annuel moyen de 2012 et fait plus que compenser les effets négatifs de la grave sécheresse sur la production agricole. L'assainissement budgétaire, la faiblesse de la demande extérieure et la réduction en cours des leviers d'endettement des ménages continueront néanmoins à freiner la

L'économie américaine continue d'afficher une expansion graduelle.

Graphique 8 : **Le PIB réel des États-Unis devrait progresser à un rythme relativement modeste par rapport aux reprises précédentes**

Évolution du PIB réel américain sur différents cycles; base 100 de l'indice : début de la récession, données trimestrielles



Nota : Les cinq grandes crises financières de l'histoire moderne, selon Reinhart et Rogoff, ont touché l'Espagne (1977), la Norvège (1987), la Finlande (1991), la Suède (1991) et le Japon (1992). Voir C. M. Reinhart et K. S. Rogoff (2008), « Is the 2007 U.S. Sub-Prime Financial Crisis so Different? An International Historical Comparison », *The American Economic Review: Papers and Proceedings*, vol. 98, n° 2, p. 339-344.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis, Organisation de coopération et de développement économiques et projections de la Banque du Canada

croissance. En 2013, celle-ci devrait s'accélérer grâce à un raffermissement de la demande extérieure, à une amélioration graduelle des conditions sur le marché du travail ainsi qu'au nouvel assouplissement monétaire annoncé récemment par la Réserve fédérale.

La croissance du PIB des États-Unis a été revue à la hausse pour 2013 et 2014, compte tenu d'une intervention plus musclée de la Réserve fédérale.

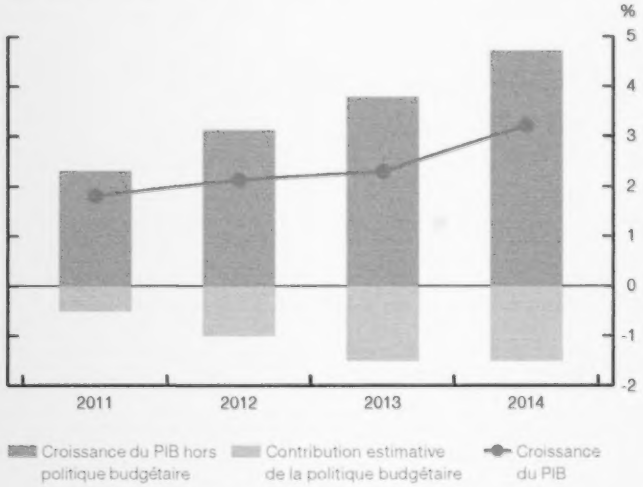
Les chiffres de juillet relatifs à la croissance du PIB des États-Unis ont été revus à la hausse pour 2013 et 2014, passant à 2,3 et 3,2 %, respectivement, compte tenu d'une intervention plus musclée de la Réserve fédérale qu'escompté auparavant. Ces mesures favoriseront une expansion plus vigoureuse au cours de la période projetée, car elles auront pour effets d'abaisser les coûts du crédit pour les consommateurs et les entreprises, d'augmenter les prix des actifs et la richesse, et d'exercer une pression à la baisse sur le dollar É.-U. (**Encadré 1**). Elles contribueront ainsi à une progression plus prononcée de la consommation et des investissements résidentiels et non résidentiels que ce qui avait été prévu en juillet.

Des signes portent à croire que l'activité économique aux États-Unis a déjà commencé à se ressentir de l'incertitude entourant les perspectives budgétaires.

La Banque prend pour hypothèse dans son scénario de référence que le freinage budgétaire se chiffrera à environ 1 point de pourcentage en 2012 et à 1,5 point en 2013 et en 2014 (**Graphique 9**). Toutefois, un durcissement marqué de la politique budgétaire au début de 2013 est prévu dans la loi actuelle, ce qui pourrait retrancher environ 4 points de pourcentage à la croissance du PIB réel des États-Unis l'an prochain s'il est entièrement mis en œuvre. Par conséquent, les perspectives sont très incertaines et dépendent de la volonté des autorités politiques de régler le problème du précipice budgétaire qui guette le pays. Des signes, notamment la décision des entreprises de retarder certaines de leurs dépenses d'investissement (**Graphique 10**), portent à croire que l'activité économique aux États-Unis a déjà commencé à se ressentir de l'incertitude entourant les perspectives budgétaires ainsi que de la fragilité de l'économie européenne et des autres faits préoccupants à l'étranger.

Graphique 9 : **L'assainissement des finances publiques devrait freiner fortement la croissance de l'économie américaine jusqu'à la fin de 2014**

Données annuelles

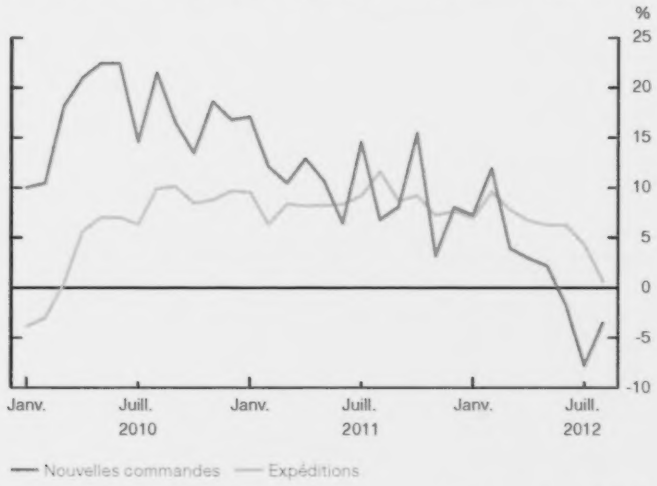


Nota : La contribution de la politique budgétaire à la croissance comprend à la fois les dépenses publiques directes et les effets indirects des mesures prises sur d'autres composantes de la demande globale.

Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 10 : **Des indicateurs témoignent d'un affaiblissement des investissements des entreprises aux États-Unis**

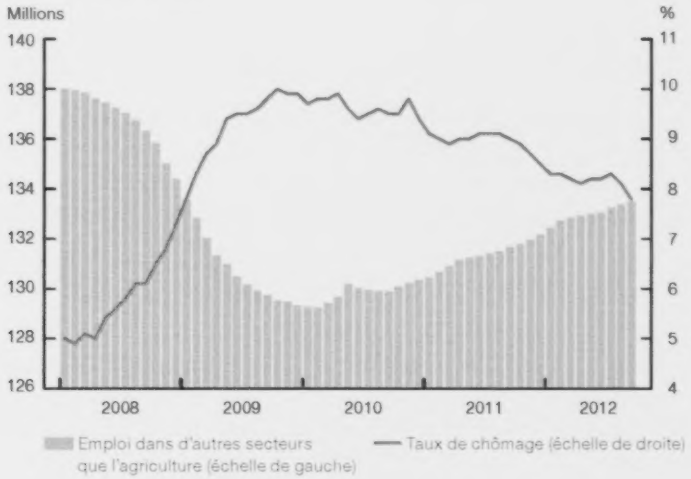
Nouvelles commandes et expéditions de biens d'équipement non militaires (aéronefs exclus); taux de variation en glissement annuel, données mensuelles



Source : Bureau du recensement des États-Unis — Dernière observation : août 2012

Graphique 11 : **Les conditions sur le marché du travail américain demeurent précaires**

Données mensuelles

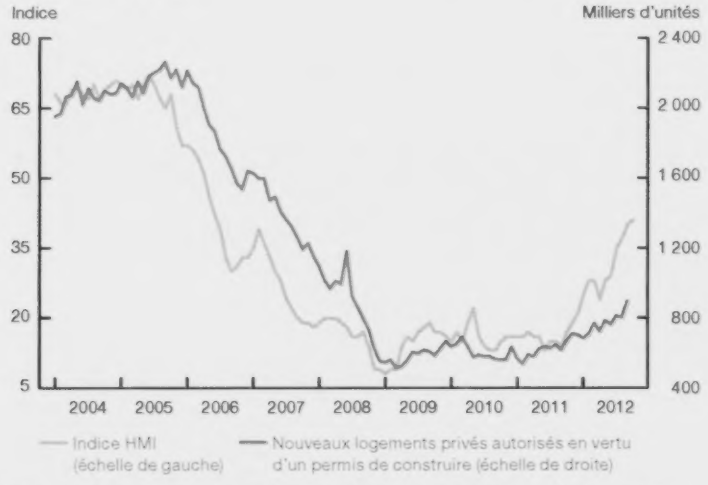


Source : Bureau of Labor Statistics des États-Unis — Dernière observation : septembre 2012

On prévoit que les dépenses de consommation progresseront à un rythme relativement lent mais constant au cours de la période de projection. La faiblesse du marché du travail continue à freiner la progression des revenus des ménages, le niveau de l'emploi se situant toujours à 4,5 millions d'emplois de moins que le sommet observé auparavant (**Graphique 11**). Même si le taux de chômage s'est replié au cours des derniers mois, en raison notamment du nouveau recul du taux d'activité, il demeure élevé. Sur une note positive, la montée des cours des actions et des prix des maisons

Graphique 12 : **L'investissement résidentiel aux États-Unis s'améliore graduellement**

Données mensuelles



Nota : L'indice HMI (Housing Market Index) est fondé sur les résultats d'une enquête mensuelle, réalisée auprès des membres de la National Association of Home Builders, et vise à prendre le pouls du marché des logements unifamiliaux.

Sources : Bureau du recensement des États-Unis et National Association of Home Builders

Dernières observations : septembre et octobre 2012

contribue à une augmentation graduelle de l'avoir net des ménages. En outre, le ratio de la dette au revenu des ménages est retourné aux niveaux de 2005 et le ratio du service de la dette a touché des creux pluriannuels.

L'investissement résidentiel a rebondi au cours des derniers trimestres, mais il se situait à un niveau très faible au départ. Malgré l'amélioration notable de la confiance des constructeurs d'habitations et la hausse du nombre de permis de construire, qui a dépassé 800 000 pour la première fois depuis 2008 (**Graphique 12**), la demande de logements demeure modeste. Le stock important de logements inoccupés et de propriétés faisant l'objet d'une procédure de saisie continue à restreindre la construction neuve et à limiter les pressions à la hausse sur les prix. La Banque s'attend à ce qu'un assouplissement graduel des conditions du crédit, une amélioration de la situation sur le marché du travail et la demande fondamentale liée à l'évolution démographique favorisent la reprise dans le secteur de la construction résidentielle durant la période de projection. L'achat de titres hypothécaires annoncé par la Réserve fédérale américaine sera également bénéfique à cet égard.

L'investissement résidentiel a rebondi au cours des derniers trimestres, mais il se situait à un niveau très faible au départ.

La reprise dans le secteur de la construction non résidentielle devrait se poursuivre à un rythme modeste, étant freinée par les taux d'inoccupation élevés et les conditions du crédit difficiles. La progression des investissements en équipement et en logiciels a décéléré de façon marquée durant les deux premiers trimestres de 2012 et devrait rester relativement faible à court terme, ce qui tient en partie à l'incertitude entourant les perspectives économiques mondiales et à la menace du précipice budgétaire. Ces effets négatifs devant se dissiper progressivement, et la croissance du PIB, s'intensifier, l'expansion des investissements des entreprises devrait rebondir, à la faveur de la solidité financière de ces dernières. Ce rebond est légèrement plus fort que prévu dans le *Rapport* de juillet et tient à l'accentuation de la détente monétaire.

La progression des investissements en équipement et en logiciels devrait rester relativement faible à court terme, avant de se raffermir.

La croissance des exportations américaines en 2012 s'est ressentie du ralentissement de la demande extérieure et de l'appréciation passée du taux de change effectif réel du dollar É.-U., mais elle devrait se renforcer graduellement à partir du second semestre de 2013, lorsque la progression de la demande mondiale commencera à se raffermir.

On s'attend à ce que l'offre excédentaire au sein de l'économie américaine demeure importante bien au-delà de 2014, ce qui atténuera les tensions inflationnistes sous-jacentes. Le taux d'accroissement des prix à la consommation augmentera à court terme toutefois, en raison de l'ascension rapide des prix de l'essence ces derniers mois et de l'incidence de la hausse des prix des aliments associée à la sécheresse qui a touché de vastes superficies de terres agricoles aux États-Unis. Les nouvelles mesures d'assouplissement instaurées par la Réserve fédérale vont également soutenir l'inflation un peu plus qu'on ne l'avait anticipé antérieurement.

On s'attend à ce que l'offre excédentaire au sein de l'économie américaine demeure importante bien au-delà de 2014.

Le Japon

La croissance du PIB réel du Japon est passée à 0,7 % au deuxième trimestre de 2012, alors qu'elle se situait à 5,3 % au premier. Cette vive décélération est conforme aux attentes énoncées dans le *Rapport* de juillet et reflète un ralentissement généralisé de la demande intérieure de même que la faiblesse persistante de la demande extérieure, en particulier celle émanant de l'Europe et de la Chine. La contribution des investissements publics a également été réduite au deuxième trimestre; la croissance dans ce secteur est cependant demeurée solide à cause des efforts de reconstruction déployés à la suite des désastres naturels survenus en mars 2011. Le taux d'augmentation des prix à la consommation au Japon est encore légèrement inférieur à zéro.

Le PIB réel du Japon ne devrait croître que d'environ 1 % en moyenne en 2013 et en 2014. On anticipe que la vigueur du yen, conjuguée à la faible expansion de la demande étrangère, ralentira le rythme de l'activité économique à court terme, alors qu'un relèvement prévu de la taxe sur la valeur ajoutée et une diminution des dépenses liées à la reconstruction devraient exercer un effet modérateur sur la croissance vers la fin de la période de projection[4].

Le PIB réel du Japon ne devrait croître que d'environ 1 % en moyenne en 2013 et en 2014.

Les économies de marché émergentes

La progression du PIB réel de la Chine a ralenti davantage au troisième trimestre de 2012, passant à 7,4 % en glissement annuel. Le ralentissement en cours, que traduisent aussi les faibles chiffres relatifs à la production industrielle, résulte des efforts continus consentis par les autorités chinoises pour calmer la surchauffe sur le marché immobilier ainsi que du repli de la demande extérieure, principalement européenne (**Graphique 13**).

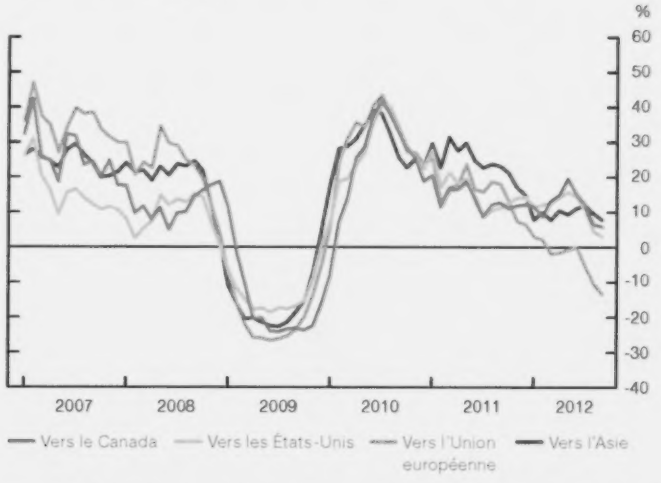
L'économie chinoise devrait croître à un rythme d'environ 7,7 % durant la période de projection. Cette prévision est légèrement supérieure au taux de croissance observé récemment, mais un peu plus faible que celle présentée dans le *Rapport* de juillet. Les dépenses publiques d'infrastructure devraient soutenir quelque peu la croissance au cours de la période projetée, mais pas autant que les programmes de relance mis en œuvre lors du ralentissement précédent. L'expansion à court terme des exportations devrait être bridée par l'atonie de l'activité dans un certain nombre d'économies avancées avant de se redresser au milieu de 2013. On anticipe la poursuite d'un

L'économie chinoise devrait croître à un rythme d'environ 7,7 %, ce qui est légèrement supérieur au taux de croissance observé récemment.

4 Au Japon, la taxe sur la valeur ajoutée passera de 5 à 8 % en avril 2014 et à 10 % en octobre 2015.

Graphique 13 : **La demande d'exportations chinoises a faibli**

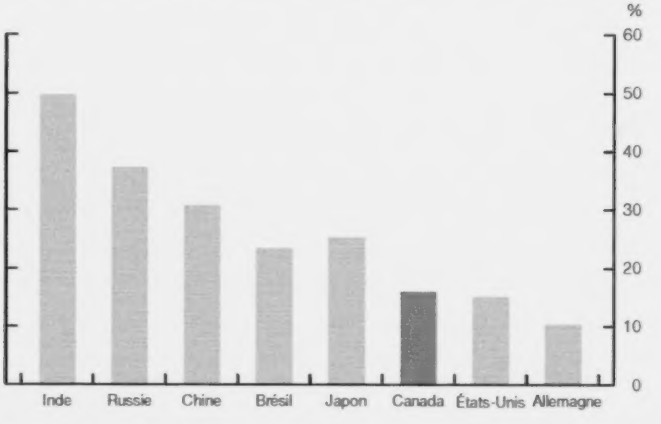
Taux de croissance en glissement annuel de la moyenne mobile sur trois mois des exportations chinoises, données mensuelles



Source : Administration générale des douanes de la Chine — Dernière observation : septembre 2012

Graphique 14 : **Les produits alimentaires représentent une plus grande part du panier de l'IPC dans les économies émergentes**

Proportion de produits alimentaires dans le panier de l'IPC, données mensuelles



Sources : Haver Analytics et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : août 2012

léger freinage dans le secteur du logement, bien que des signes montrent que le marché de l'habitation s'est stabilisé dernièrement, après avoir connu une décélération notable de l'activité.

Les tensions inflationnistes en Chine semblent bien maîtrisées, le taux d'accroissement des prix à la consommation étant seulement de 1,9 % en septembre, comparativement à 6,1 % un an auparavant. Toutefois, comme l'alimentation représente une large part des dépenses des ménages, l'augmentation des prix mondiaux des aliments causée par les graves sécheresses dans plusieurs des principaux pays producteurs de denrées alimentaires devrait exercer d'importantes pressions à la hausse sur l'inflation en Chine au cours des prochains trimestres (**Graphique 14**). Même si la Banque populaire de Chine a assoupli sa politique monétaire plus tôt cette

année, l'inflation plus élevée attribuable au renchérissement des aliments pourrait limiter le potentiel d'assouplissement à venir. Les autorités hésitent aussi peut-être à accentuer la détente monétaire de manière importante par peur d'aggraver les déséquilibres intérieurs, surtout dans le secteur du logement.

L'activité économique dans plusieurs autres grands pays émergents connaît aussi un ralentissement.

L'activité économique dans plusieurs autres grands pays émergents connaît aussi un ralentissement en réponse à des facteurs d'origine tant externe qu'interne. L'économie indienne, après avoir enregistré le taux de croissance de son PIB le plus bas depuis la crise financière, semble s'affaiblir davantage, sous l'effet du tassement de la consommation privée et des investissements. Au Brésil, des indicateurs récents donnent à penser, là aussi, que la progression du PIB restera modérée au second semestre de 2012. La diminution des pressions inflationnistes à court terme a amené les autorités d'un bon nombre de pays émergents à abaisser leurs taux directeurs. Tout comme en Chine cependant, les hausses attendues des prix des aliments et le niveau toujours élevé de l'expansion du crédit pourraient limiter l'ampleur d'un nouvel assouplissement. La croissance économique dans les autres grands pays émergents devrait se renforcer graduellement au second semestre de 2013, grâce à l'assouplissement récent des politiques et à un léger raffermissement des marchés d'exportation.

Les cours des produits de base

Les cours de nombreux produits de base se sont accrus.

Les cours de nombreux produits de base se sont accrus depuis la parution du *Rapport* en juillet. Cette hausse récente est due principalement à une augmentation des cours du pétrole brut et à un rebond des cours des métaux communs, tous deux liés en partie à l'annonce de nouvelles mesures de relance dans plusieurs pays. Les cours du pétrole mesurés par les prix de référence du Brent ont enregistré une hausse de quelque 23 % par rapport au creux touché à la fin de juin, étant soutenus par les perturbations temporaires de l'offre dans la mer du Nord et les tensions au Moyen-Orient. Par contre, bien qu'ils soient plus élevés qu'en juillet, les cours du pétrole brut mesurés en fonction des cours de référence du West Texas Intermediate (WTI) ont chuté ces dernières semaines, ce qui tient à la vigueur de l'offre en Amérique du Nord. À en juger par les plus récentes courbes des cours à terme, l'écart entre les cours du pétrole brut Brent et les cours WTI se rétrécira peu à peu durant la période projetée, en raison d'un certain retour à la normale de l'offre (**Graphique 15**). Par comparaison aux attentes formulées en juillet, ces courbes montrent aussi que les niveaux des cours du pétrole Brent et WTI seront plus élevés d'ici la fin de 2014, d'environ 10 % et 5 % respectivement.

Les cours du pétrole mesurés par les prix de référence du Brent ont enregistré une hausse de quelque 23 % par rapport au creux touché à la fin de juin.

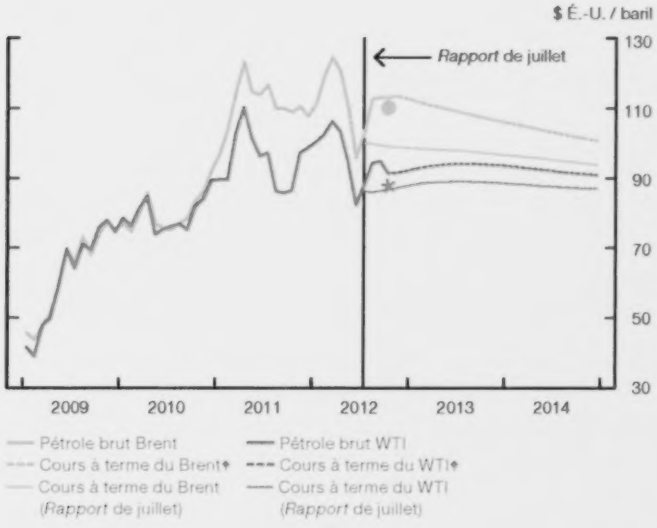
Les prix du gaz naturel ont aussi grimpé en Amérique du Nord depuis la parution du *Rapport* en juillet; toutefois, à un peu plus de 3 dollars É.-U. par million de BTU, ils sont encore bas, de nouvelles technologies de fracturation continuant de soutenir l'expansion de l'offre. Selon la courbe la plus récente des cours à terme, ils devraient poursuivre leur ascension jusqu'à la fin de 2014, conformément aux attentes énoncées en juillet.

Les métaux communs se sont vivement renchéris depuis la mi-août.

Les cours des produits non énergétiques sont aussi plus élevés, en moyenne, qu'en juillet et ils devraient demeurer au-dessus des niveaux postulés dans la dernière livraison du *Rapport*, et ce, jusqu'à la fin de 2014, bien que des variations considérables aient été constatées dans certaines catégories de matières premières ces derniers mois. Les métaux communs se sont vivement renchéris depuis la mi-août, ce qui a contrebalancé partiellement le net recul des prix observé plus tôt cette année. On s'attend à

Graphique 15 : **Les cours du pétrole brut ont monté depuis la parution du *Rapport* de juillet et devraient demeurer élevés au cours de la période de projection**

Données mensuelles



✻ Cours au comptant du pétrole brut WTI (19 octobre 2012)
● Cours du pétrole brut Brent selon les contrats à terme à échéance rapprochée (19 octobre 2012)
♦ Les cours se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 19 octobre 2012.
Nota : Les valeurs des prix du pétrole brut WTI pour octobre 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 19 octobre 2012. Les valeurs des prix du pétrole brut Brent pour octobre 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des prix des contrats à terme à échéance rapprochée jusqu'au 19 octobre 2012.
Source : Banque du Canada

ce que ces prix continuent d'augmenter, mais à un rythme plus lent, au cours de la période de projection. Les prix des produits agricoles se sont généralement stabilisés depuis juillet, après avoir atteint un sommet imputable aux sécheresses. Ces prix devraient rester élevés jusqu'au milieu de 2013, mais baisser par la suite, à mesure que l'offre s'améliorera. Les prix des produits forestiers, après s'être accrus tout au long du mois d'août, sont retournés aux niveaux enregistrés au moment de la publication du *Rapport* en juillet. Au cours des deux prochaines années, ils devraient remonter graduellement, grâce à la reprise du secteur du logement aux États-Unis.

Les implications pour l'économie canadienne

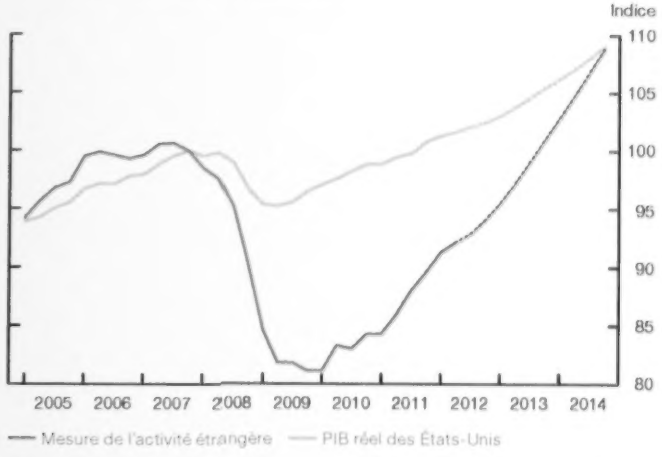
La demande extérieure d'exportations canadiennes demeure atone.

La demande extérieure d'exportations canadiennes, comme l'indique la mesure de l'activité étrangère de la Banque, demeure atone[5]. L'indicateur n'a regagné que 60 % du terrain perdu durant la récession de 2008-2009, en raison surtout de la faiblesse persistante affichée par le secteur du logement aux États-Unis. Malgré les perspectives de croissance économique relativement modestes à l'échelle du globe, la mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître régulièrement durant les deux prochaines années, compte tenu du redressement graduel du marché américain de l'habitation et d'une hausse anticipée de l'expansion des investissements des

5 La mesure de l'activité étrangère reflète la composition de la demande d'exportations canadiennes en pondérant les diverses composantes de la demande intérieure finale privée aux États-Unis et l'activité économique d'autres pays en fonction de leur importance dans les échanges commerciaux du Canada.

Graphique 16 : **La mesure de l'activité étrangère devrait s'accroître à un rythme plus rapide que le PIB réel des États-Unis**

Base 100 de l'indice : 2007T4, données trimestrielles



Sources : Bureau of Economic Analysis des États-Unis et calculs et projections de la Banque du Canada

entreprises aux États-Unis, une fois que l'incertitude liée au précipice budgétaire et à la situation en Europe se sera dissipée (**Graphique 16**). En raison des révisions annuelles des données relatives aux États-Unis, le niveau de la mesure est légèrement inférieur à ce à quoi on s'attendait au deuxième trimestre de 2012. Cependant, les révisions à la hausse des perspectives économiques américaines établies par la Banque laissent entrevoir une plus forte progression de la mesure de l'activité étrangère au cours de la période de projection. Cette mesure devrait s'établir au second semestre de 2013 à un niveau supérieur à celui atteint avant la récession.

La mesure de l'activité étrangère devrait s'établir au second semestre de 2013 à un niveau supérieur à celui atteint avant la récession.

L'indice des prix des produits de base (IPPB) de la Banque du Canada a progressé d'environ 6 % depuis juillet, contribuant à l'amélioration des termes de l'échange du Canada (**Graphique 17**). Les prix touchés par les producteurs canadiens du pétrole brut lourd Western Canada Select (WCS) ont augmenté de 13 %, ce qui est attribuable en partie à la remise en service de raffineries et d'oléoducs dont la mise hors service avait précédemment fait reculer les prix. Résultat, l'écart de prix entre le WCS et le WTI s'est nettement rétréci. L'IPPB devrait rester relativement stable. La hausse projetée des prix du gaz naturel et le redressement continu des prix des métaux communs devraient être compensés par une diminution progressive des cours du pétrole brut et un léger repli des prix des produits agricoles.

L'indice des prix des produits de base de la Banque a progressé d'environ 6 % depuis juillet.

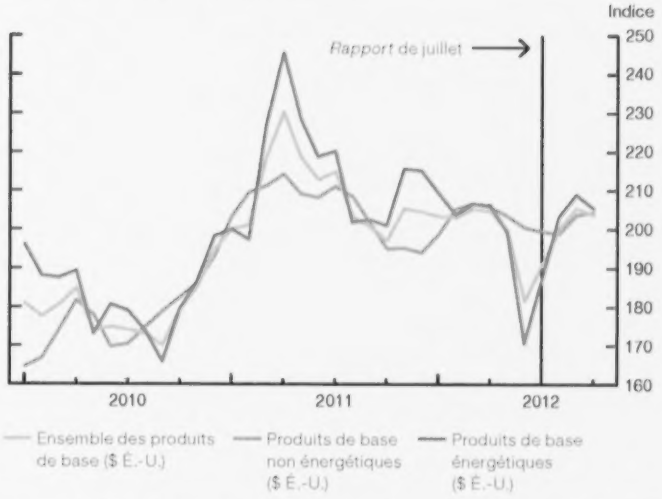
Le dollar canadien

La valeur du dollar canadien s'est située en moyenne à 101 cents É.-U. depuis la parution du *Rapport* de juillet, ce qui est supérieur au niveau de 98 cents É.-U. postulé à ce moment-là (**Graphique 18**), et on fait l'hypothèse qu'elle s'établira en moyenne à 101 cents É.-U. durant la période projetée.

On fait l'hypothèse que la valeur du dollar canadien s'établira en moyenne à 101 cents É.-U.

Graphique 17 : **Les prix des produits de base ont augmenté depuis la publication du *Rapport* de juillet**

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada; base 100 de l'indice : janvier 2003, données mensuelles



Nota : Les valeurs pour octobre 2012 sont des estimations fondées sur la moyenne des cours quotidiens au comptant jusqu'au 19 octobre 2012.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 19 octobre 2012

Graphique 18 : **Le dollar canadien s'est apprécié**

Données quotidiennes

Nota : Une hausse de l'une ou l'autre des séries indique une appréciation du dollar canadien.

Source : Banque du Canada

Dernière observation : 19 octobre 2012

L'économie canadienne

Bien que les vents contraires extérieurs continuent de freiner l'activité économique au Canada, des facteurs internes soutiennent une croissance modérée. La Banque est d'avis qu'après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie se raffermira au cours des trimestres à venir et tournera de nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013. La Banque continue d'anticiper que l'expansion sera principalement alimentée par la hausse de la consommation et des investissements des entreprises, à la faveur des conditions financières très expansionnistes au pays. On s'attend à ce que l'activité dans le secteur du logement, qui a grimpé à des niveaux historiquement élevés, connaisse un déclin, alors que les ratios d'endettement des ménages devraient continuer d'augmenter avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection. Les exportations canadiennes devraient se redresser progressivement mais demeurer inférieures au sommet atteint avant la récession jusqu'à la première moitié de 2014, compte tenu du faible niveau de la demande étrangère et des défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité. Ces défis comprennent la vigueur persistante du dollar canadien, dont le cours est influencé par les mouvements vers les valeurs refuges et les retombées de la politique monétaire mondiale.

La Banque est d'avis qu'après avoir progressé à un rythme inférieur à celui de son potentiel récemment, l'économie se raffermira.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions ces derniers mois, ce qui tient aux prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et services. Elle devrait remonter graduellement au cours des prochains trimestres et atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013, la faible marge de capacités inutilisées présente actuellement au sein de l'économie se résorbant graduellement, la croissance de la rémunération du travail demeurant modérée et les attentes d'inflation restant bien ancrées. L'inflation mesurée par l'IPC global, qui a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 %, comme prévu, devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013, soit un peu plus tard qu'escompté précédemment.

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux prévisions, et l'inflation mesurée par l'IPC global a glissé sensiblement en deçà de la cible de 2 %, comme prévu.

Les conditions financières

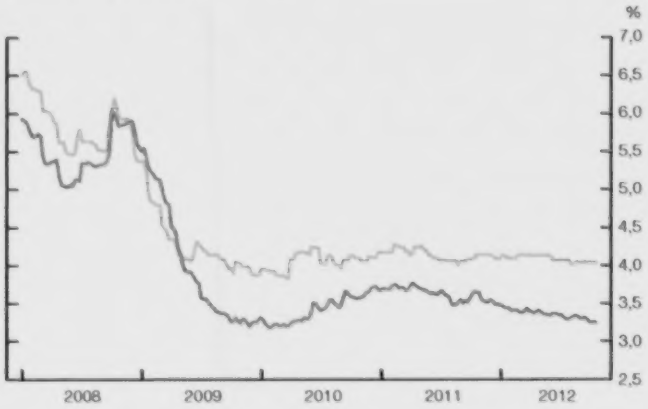
Avec pour toile de fond des conditions financières mondiales légèrement plus favorables, l'offre et le coût du crédit aux entreprises et aux ménages canadiens sont encore très avantageux (**Graphique 19**) et fournissent un soutien continu important à l'expansion économique.

Les marchés financiers canadiens ont profité de la modeste réduction de l'aversion au risque à l'échelle du globe ces derniers mois. L'indice composite S&P/TSX a progressé d'environ 8 % depuis la parution du *Rapport* de juillet, et la volatilité a diminué (**Graphique 20**). Les écarts de crédit sur les obligations de sociétés canadiennes ont continué de se resserrer, ce qui a

Les marchés financiers canadiens ont profité de la modeste réduction de l'aversion au risque à l'échelle du globe.

Graphique 19 : **Les coûts d'emprunt des entreprises et des ménages demeurent à des niveaux exceptionnellement bas**

Données hebdomadaires

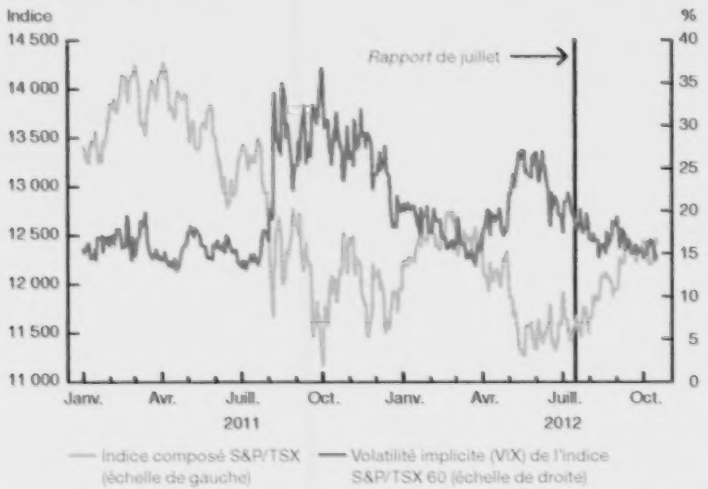


Nota : Pour de plus amples renseignements sur ces séries, consulter le site http://credit.banqueducanada.ca/conditionsfinancieres.

Source : calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 19 octobre 2012

Graphique 20 : **La volatilité a diminué et les cours des actions ont progressé**

Données quotidiennes



Nota : L'indice S&P/TSX 60 couvre environ 73 % de la capitalisation boursière canadienne. Le VIX est une mesure de la volatilité implicite sur une période de 30 jours, établie à partir des contrats d'option sur l'indice S&P/TSX 60.

Source : Bloomberg — Dernière observation : 19 octobre 2012

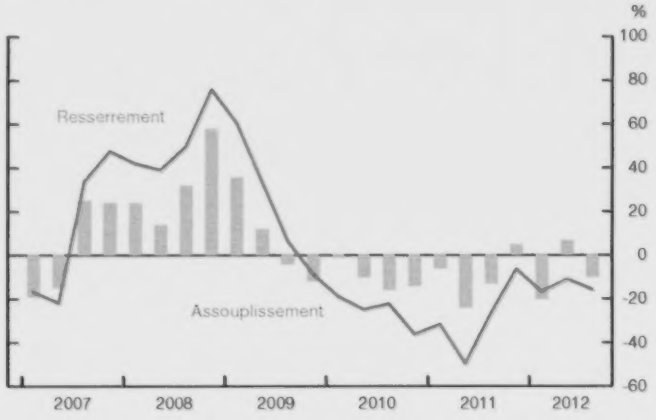
plus que compensé l'augmentation mineure des taux des obligations du gouvernement canadien. De ce fait, les rendements globaux des obligations des entreprises ont chuté pour toucher des planchers records et le volume d'émissions obligataires du secteur privé est resté soutenu.

Les banques canadiennes sont toujours en bonne posture pour accorder des prêts, puisqu'elles peuvent facilement se procurer des fonds, en dollars canadiens comme en monnaies étrangères, à un coût avantageux sur l'ensemble des échéances, tant en termes relatifs qu'en termes absolus.

◂ *Les résultats des enquêtes laissent supposer que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises se sont encore un peu assouplies ces derniers mois.*

Graphique 21 : **Les conditions du crédit aux entreprises canadiennes se sont encore assouplies**

Solde des opinions



a. Différence entre le pourcentage pondéré des institutions financières qui font état d'un resserrement et le pourcentage pondéré de celles qui signalent un assouplissement.
b. Différence entre le pourcentage des entreprises qui font état d'un resserrement et le pourcentage de celles qui signalent un assouplissement.

Source : Banque du Canada Dernière observation : 2012T3

Les résultats de la plus récente enquête menée par la Banque auprès des responsables du crédit, conjugués au solde des opinions des firmes canadiennes sondées dans le cadre de son enquête de l'automne sur les perspectives des entreprises (voir, dans les deux cas, la rubrique « Périodiques », sous « Publications et recherches », dans le site Web de la Banque), laissent supposer que les conditions d'octroi de prêts aux entreprises se sont encore un peu assouplies ces derniers mois, prolongeant ainsi une période de relâchement pratiquement ininterrompue depuis la fin de 2009 (**Graphique 21**).

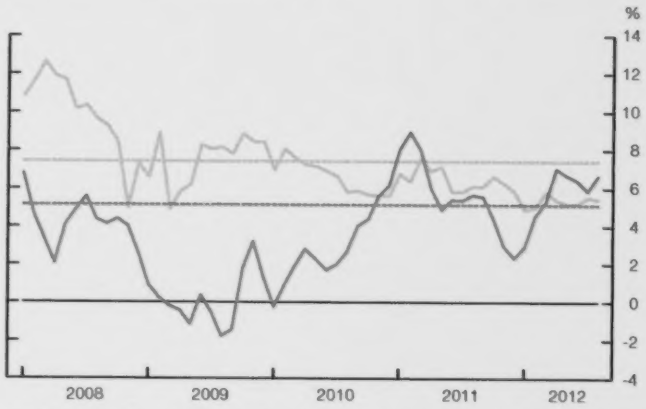
Les conditions de financement demeurant nettement favorables pour les firmes du pays, l'ensemble des crédits aux entreprises a progressé ces derniers mois à un taux supérieur à la moyenne historique (**Graphique 22**). Cependant, la demande de crédit liée à la solide expansion des investissements des entreprises continue d'être limitée par les niveaux de trésorerie historiquement élevés des sociétés non financières.

Le crédit reste très accessible aux ménages, les taux d'emprunt avoisinant des creux records. Après avoir enregistré une montée rapide pendant une longue période, qui a donné lieu à un accroissement substantiel de la dette des ménages, le rythme de progression des prêts est resté relativement constant depuis le début de l'année, à environ 5,5 %, un taux en deçà de la moyenne historique (**Graphique 22**). Les mesures réglementaires mises en œuvre ces derniers mois devraient freiner quelque peu la croissance du

◂ *On s'attend à ce que le ratio de la dette au revenu des ménages continue de s'élever avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection.*

Graphique 22 : **La croissance du crédit aux entreprises est demeurée robuste, tandis que celle du crédit aux ménages est restée relativement modeste**

Taux de variation sur trois mois annualisé



Source : Banque du Canada

Dernière observation : août 2012

crédit aux ménages. On s'attend néanmoins à ce que le ratio de la dette au revenu de ces derniers continue de s'élever avant de se stabiliser d'ici la fin de la période de projection[6].

La croissance des agrégats monétaires au sens étroit demeure modérée comparativement au rythme exceptionnellement rapide observé vers la fin de 2011. Elle a cependant connu une légère hausse ces derniers mois, ce qui semble indiquer une préférence quelque peu accrue pour la liquidité, en particulier de la part des entreprises. L'expansion des agrégats monétaires au sens large s'est également redressée depuis plus tôt cette année, mais continue de cadrer avec des pressions inflationnistes relativement modérées envisagées pour la période à venir.

La croissance de la production potentielle

La projection de la Banque relative à la croissance de la production potentielle au Canada pour la période 2012-2014 n'a pas changé depuis la parution du *Rapport* d'octobre 2011 (**Encadré 2**). Le taux d'accroissement de la production potentielle devrait augmenter, passant de 2,0 % en 2012 à 2,2 % en 2014. La période de projection a été prolongée jusqu'à 2015, année pour laquelle ce taux est estimé à 2,1 %. Compte tenu de la reprise des dépenses d'investissement, ainsi que des gains d'efficience réalisés, la Banque prévoit une amélioration de la productivité tendancielle, les entreprises canadiennes s'efforçant d'adopter des pratiques exemplaires pour faire face aux pressions concurrentielles. Parallèlement, les forces démographiques continueront d'abaisser le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail.

◀ *Le taux d'accroissement de la production potentielle devrait augmenter, passant de 2,0 % en 2012 à 2,2 % en 2014.*

6 Le 9 juillet 2012, quatre mesures pour les nouveaux prêts hypothécaires assurés garantis par l'État et dont le rapport prêt/valeur dépasse 80 % sont entrées en vigueur. Ces mesures sont les suivantes : 1) réduire la période maximale d'amortissement de 30 à 25 ans; 2) diminuer le montant maximal des prêts consentis dans le cadre d'un refinancement, le faisant passer de 85 à 80 % de la valeur de l'habitation; 3) plafonner le ratio brut du service de la dette à 39 % et le ratio total du service de la dette à 44 %; 4) limiter l'offre de prêts hypothécaires assurés garantis par l'État aux habitations dont le prix d'achat est inférieur à 1 million de dollars. Par ailleurs, le Bureau du surintendant des institutions financières a aussi publié une nouvelle ligne directrice sur les principes de souscription de prêts hypothécaires, qui doit entrer en vigueur à la fin d'octobre 2012.

Encadré 2

Révisions touchant la croissance de la production potentielle

Chaque année, en octobre, la Banque réexamine le sentier de croissance de la production potentielle qui sous-tend son évaluation des perspectives économiques. La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que peut générer l'économie de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Sa progression correspond en quelque sorte à la somme des taux d'accroissement tendanciels du facteur travail et de la productivité du travail.

Le rythme d'expansion de la production potentielle devrait s'accroître graduellement et passer de 2,0 % en 2012 à 2,2 % en 2014, à la faveur d'une hausse de la croissance tendancielle de la productivité, avant de redescendre à 2,1 % en 2015 (**Tableau 2-A**). Le ralentissement prévu pour 2015 tient à un nouveau recul du taux d'augmentation tendanciel du facteur travail, le taux d'accroissement tendanciel de la productivité du travail demeurant inchangé.

L'accélération projetée de la croissance tendancielle de la productivité du travail traduit la vigueur des dépenses d'investissement — favorisée par les très faibles taux d'intérêt et le niveau relativement bas où se situe le coût des biens d'équipement importés du fait de la force du dollar canadien — ainsi que l'intensité de la concurrence internationale, qui encourage les entreprises canadiennes à adopter de meilleures pratiques. La Banque prévoit que le taux de croissance tendanciel de la productivité du travail passera de 1,2 % en 2012 à 1,5 % en 2014 et qu'il se maintiendra à ce niveau en 2015.

Le taux d'augmentation tendanciel du facteur travail devrait ralentir au cours de la période de projection et être ramené de 0,8 % en 2012 à 0,6 % en 2015, en raison d'une diminution du rythme d'accroissement de la population en âge de travailler et d'un repli du taux d'emploi tendanciel. L'effet des changements démographiques continuera vraisemblablement de se faire sentir après 2015.

Tableau 2-A : Taux d'accroissement postulés de la production potentielle

	2012	2013	2014	2015
Croissance de la production potentielle	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)	2,1
Croissance tendancielle de la productivité du travail	1,2 (1,1)	1,3 (1,3)	1,5 (1,5)	1,5
Croissance tendancielle du facteur travail	0,8 (0,9)	0,8 (0,8)	0,7 (0,7)	0,6

Les estimations d'octobre 2011 sont indiquées entre parenthèses.

L'estimation des pressions sur la capacité de l'économie

L'économie canadienne affiche toujours une faible marge de capacités inutilisées. La progression du PIB réel, qui se situait à 1,9 % au deuxième trimestre, a généralement concordé, comme prévu, avec celle de la production potentielle. Toutefois, la révision historique du Système de comptabilité nationale semble indiquer, tout au long de 2011 et au début de 2012, un excédent de capacités de production au Canada légèrement moins élevé qu'estimé auparavant (**Encadré 3**). La Banque estime néanmoins que la croissance du PIB réel a été plus faible qu'escompté, soit d'environ 1,0 % au troisième trimestre, sous l'effet notamment de perturbations temporaires au sein du secteur de l'énergie qui se sont répercutées sur les exportations du pays. Conformément à cette dynamique, la mesure dont se sert habituellement la Banque pour calculer l'écart de production fait ressortir un léger creusement de ce dernier, qui est passé à -0,7 % au troisième trimestre (**Graphique 23**).

L'économie canadienne affiche toujours une faible marge de capacités inutilisées.

La Banque estime que la croissance du PIB réel a été plus faible qu'escompté, soit d'environ 1,0 % au troisième trimestre.

Ensemble, d'autres indicateurs des pressions s'exerçant sur l'appareil de production témoignent également de la persistance d'une marge de capacités excédentaires peu élevée au sein de l'économie canadienne. Selon les résultats des enquêtes sur les perspectives des entreprises menées par la Banque au cours des derniers trimestres, la proportion de firmes qui auraient du mal à faire face à une augmentation inattendue de la demande est demeurée près de sa moyenne historique, et, si le pourcentage de celles qui ont signalé une pénurie de main-d'œuvre affichait une légère

Encadré 3

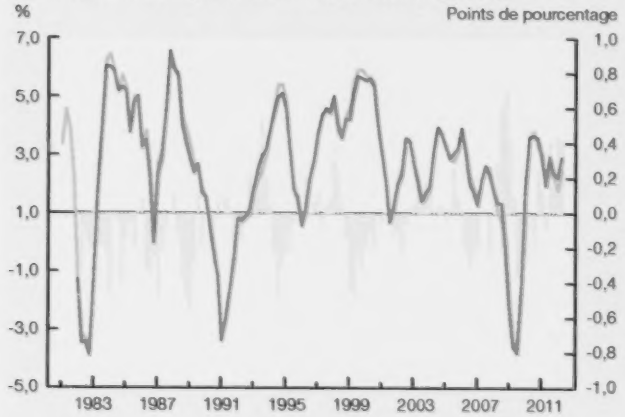
Révision historique du Système de comptabilité nationale du Canada

En octobre 2012, Statistique Canada a publié une révision des estimations du Système de comptabilité nationale du Canada[1]. Les changements apportés découlent de la mise en œuvre de nouvelles normes comptables internationales, qui s'est traduite entre autres par la modification de certaines classifications, ainsi que de l'intégration de données sources et de méthodes nouvelles et améliorées. La nature des révisions est telle que les nouvelles et les anciennes données ne sont parfois pas directement comparables entre elles. Trois changements méritent en particulier d'être notés :

- Les dépenses en recherche et développement sont désormais considérées comme des immobilisations, ce qui a entraîné une révision à la hausse du niveau des investissements des entreprises et des administrations publiques, respectivement à raison de 5 % et 9 % en moyenne pour la période visée. Bien que cette révision concoure à un relèvement du *niveau* moyen du PIB réel total de 3 % depuis 1981, elle ne modifie pas significativement le *profil de croissance* du PIB réel (**Graphique 3-A**). Les modifications n'ont pas d'incidence sur l'ampleur de la récente récession ni sur sa durée; elles laissent également presque inchangé le profil d'évolution général de la mesure de l'écart de production calculée par la Banque. Les révisions apportées au PIB réel pour les trimestres récents, essentiellement du fait de l'amélioration des données sources, indiquent un rythme d'expansion un peu plus élevé depuis le début de 2011, ce qui porte à croire que l'écart de production est légèrement inférieur au deuxième trimestre de 2012 à ce que nous avions antérieurement estimé.
- Le nouveau système de comptabilité nationale redéfinit les secteurs institutionnels; notamment, les ménages, les institutions sans but lucratif et les administrations publiques autochtones se trouvent dorénavant séparés. La nouvelle définition du secteur des ménages contribue à un recul du niveau estimé du revenu disponible[2]. Le niveau estimé de la dette des ménages a aussi été modifié, surtout à cause de changements méthodologiques et de la nouvelle approche suivie pour répartir les prêts entre les secteurs. Par conséquent, avec la nouvelle définition, le ratio de la dette des ménages au revenu disponible se situe à un niveau plus élevé ces dernières années et progresse plus rapidement[3] (**Graphique 3-B**). La valeur nette des ménages relativement au revenu disponible a également été révisée à la hausse, en raison du changement de

Graphique 3-A : **La révision historique ne modifie pas significativement le profil de croissance du PIB réel**

Variation du PIB réel en glissement annuel, données trimestrielles

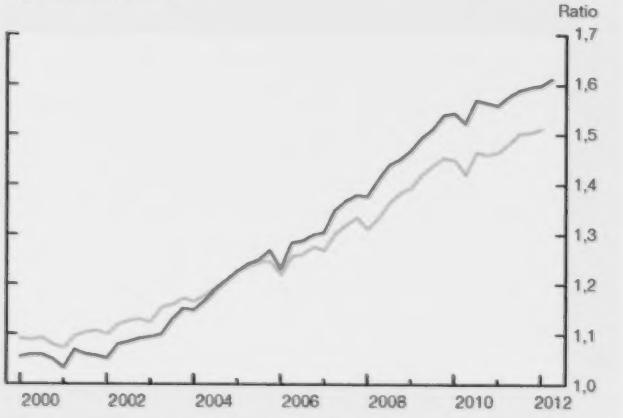


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T2

Graphique 3-B : **Le ratio de la dette des ménages au revenu disponible progresse maintenant à un rythme plus rapide**

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2012T1 et 2012T2

1 Les modifications du Système de comptabilité nationale portent sur la période allant du premier trimestre de 1981 au deuxième trimestre de 2012, alors que les modifications dont ont fait l'objet les comptes du bilan national concernent la période allant du premier trimestre de 1990 au deuxième trimestre de 2012.

2 Le revenu disponible des ménages a aussi diminué car le total des intérêts versés sur leurs emprunts est maintenant retranché de leur revenu.

3 La variation du niveau de ce ratio est imputable pour l'essentiel aux révisions des chiffres du revenu disponible des ménages, mais sa progression plus rapide tient principalement aux révisions des données de la dette.

(suite à la page suivante)

Encadré 3 (*suite*)

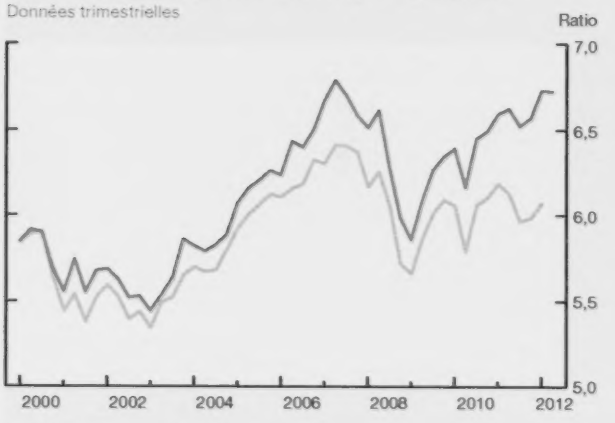
définition, et l'on estime désormais qu'elle a rebondi plus fortement au sortir de la récession, en partie du fait d'une évaluation plus étendue des actifs au prix de marché[4] (**Graphique 3-C**). Enfin, le taux d'épargne des ménages a été revu à la baisse pour la majeure partie de la période considérée, bien que les chiffres des années récentes aient été corrigés quelque peu à la hausse (**Graphique 3-D**). À la marge, ces révisions signifient que le secteur des ménages est plus vulnérable qu'on ne le pensait.

- L'emploi de données sources améliorées se traduit par un rebond important du taux de croissance des investissements des entreprises depuis la récession, à la suite de l'augmentation des investissements dans les ouvrages non résidentiels. C'est pourquoi on estime maintenant que les investissements des entreprises sont revenus à la fin de 2011 à leur niveau d'avant la crise, alors que les estimations précédentes tendaient à indiquer que ce rétablissement ne s'était produit qu'au milieu de 2012 (**Graphique 3-E**). La reprise plus solide des investissements a pour effet d'accroître le stock de capital courant.

4 Par exemple, l'évaluation des actions non cotées en bourse au prix de marché plutôt que selon leur valeur comptable fait monter la valeur nette des ménages d'approximativement 108 milliards de dollars en 2011.

Graphique 3-C : Le ratio de la valeur nette des ménages au revenu disponible a rebondi plus fortement au sortir de la récession que ce qui avait été indiqué auparavant

Données trimestrielles

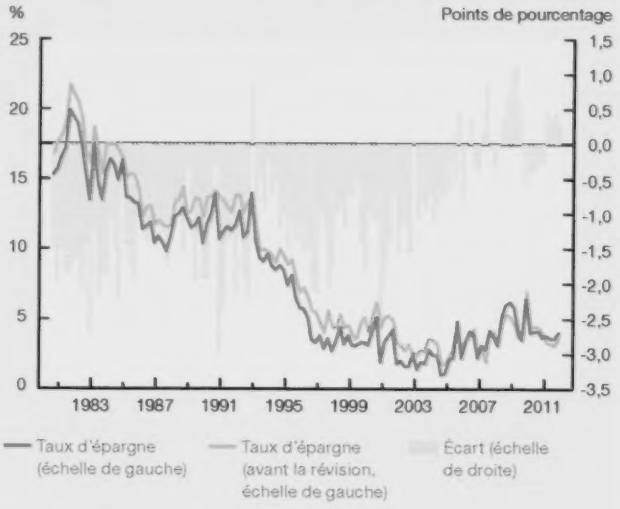


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernières observations : 2012T1 et 2012T2

Graphique 3-D : Le taux d'épargne des ménages a été revu quelque peu à la hausse ces dernières années

Taux d'épargne des ménages, données trimestrielles

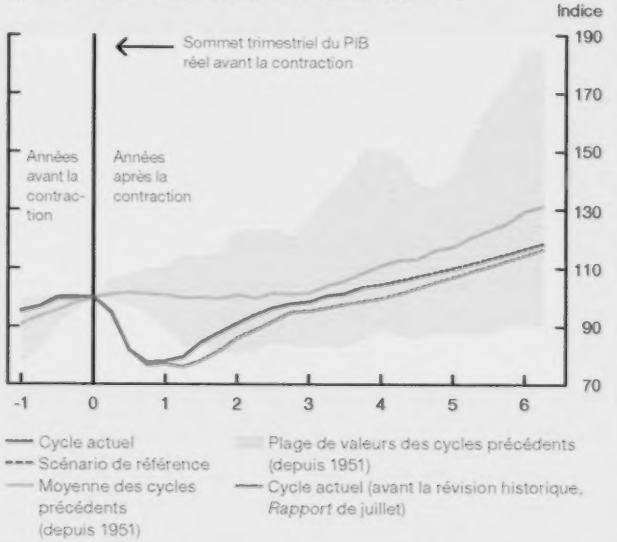


Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : 2012T2

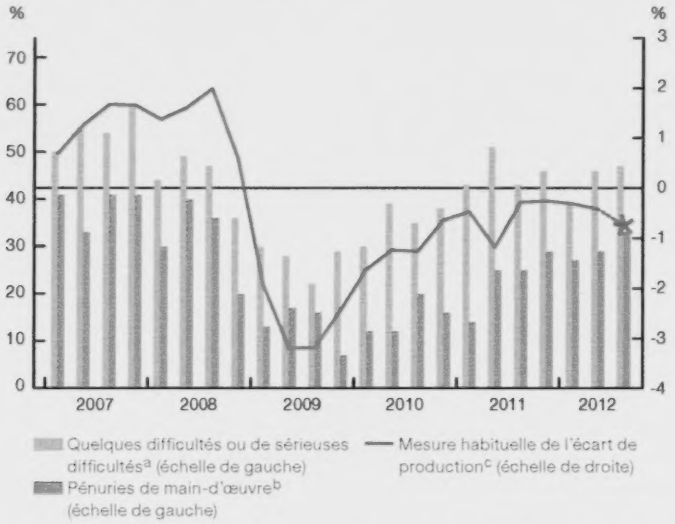
Graphique 3-E : À la suite de la révision historique, le profil de la reprise des investissements fixes des entreprises s'est rapproché du profil moyen des reprises précédentes

Comparaison des investissements fixes réels des entreprises sur différents cycles; base 100 : trimestre avant la contraction du PIB réel



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 23 : **L'économie canadienne demeure en situation d'offre légèrement excédentaire**



a. Réponses à la question relative aux pressions sur la capacité de production, dans l'enquête sur les perspectives des entreprises. Pourcentage des entreprises ayant indiqué qu'elles auraient quelques difficultés ou de sérieuses difficultés à répondre à une hausse inattendue de la demande ou des ventes.
b. Réponses à la question relative aux pénuries de main-d'œuvre, dans l'enquête citée précédemment. Pourcentage des entreprises ayant déclaré souffrir d'une pénurie de main-d'œuvre qui restreint leur capacité de répondre à la demande.
c. Différence entre la production observée et la production potentielle estimée selon la mesure qu'utilise habituellement la Banque du Canada. La valeur estimée de l'écart pour le troisième trimestre de 2012 (indiquée par l'étoile) se fonde sur une augmentation prévue de la production de 1,0 % (en rythme annuel) pour ce trimestre.

Source : Banque du Canada — Dernière observation : 2012T3

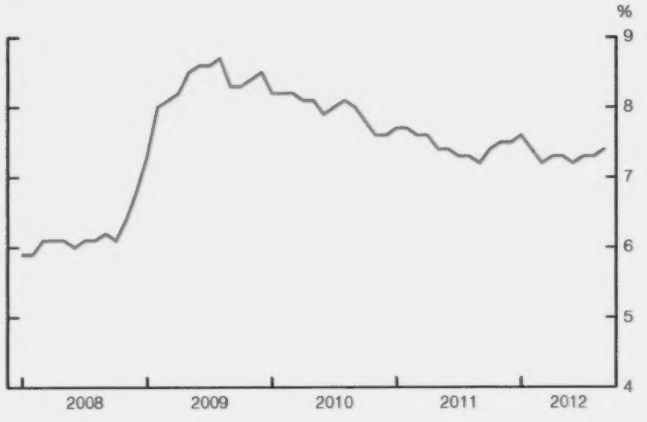
hausse, il reste encore quelque peu inférieur à sa moyenne historique. Malgré des gains appréciables au chapitre de l'emploi, le taux de chômage a généralement peu évolué au cours de l'année écoulée, se maintenant à un niveau correspondant à un faible excédent des capacités de production (**Graphique 24**). En outre, tant la durée du chômage que la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeurent élevées (**Graphique 25**).

Dans l'ensemble, la Banque est d'avis que l'économie tournait à environ deux tiers pour cent en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2012, ce qui représente une marge de capacités inutilisées un peu plus forte que prévu en juillet.

◂ *La Banque est d'avis que l'économie tournait à environ deux tiers pour cent en deçà de son plein potentiel au troisième trimestre de 2012.*

Graphique 24 : **Le taux de chômage concorde avec la persistance d'une certaine marge de capacités inutilisées sur le marché du travail**

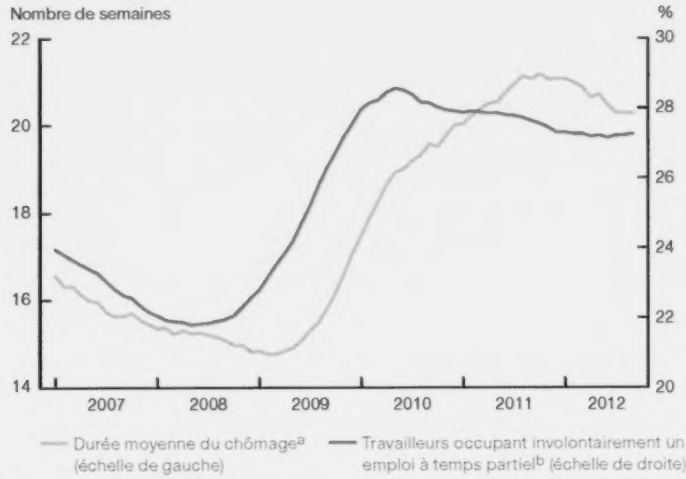
Taux de chômage, données mensuelles



Source : Statistique Canada — Dernière observation : septembre 2012

Graphique 25 : **La durée du chômage et la proportion de travailleurs occupant involontairement un emploi à temps partiel demeurent élevées**

Données mensuelles



a. En nombre de semaines, données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois
b. En pourcentage de l'emploi à temps partiel total, données non désaisonnalisées, moyenne mobile sur 12 mois

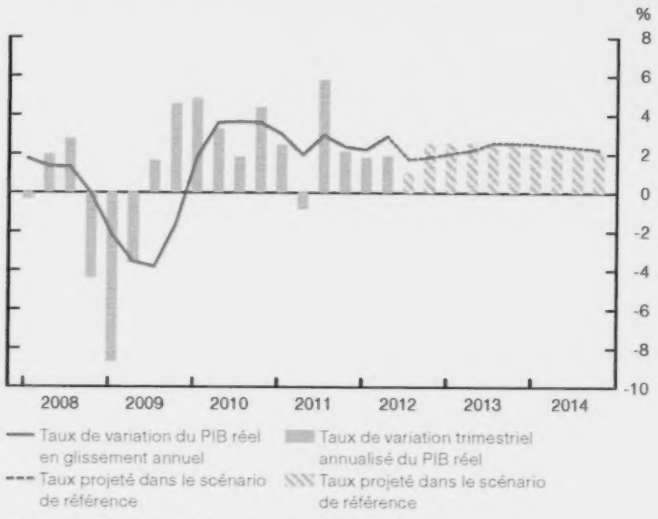
Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : septembre 2012

L'économie réelle

La Banque prévoit que la croissance économique au Canada augmentera au cours des prochains trimestres, pour atteindre un rythme un peu plus élevé que celui de la production potentielle (**Graphique 26**). Le taux d'accroissement du PIB réel, en moyenne annuelle, devrait passer de 2,2 % en 2012 à 2,3 % en 2013 et à 2,4 % en 2014 (**Tableau 2**). Bien que, selon les

◂ *La Banque prévoit que la croissance économique au Canada augmentera au cours des prochains trimestres.*

Graphique 26 : **Le PIB réel devrait progresser à un rythme modéré**



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Tableau 2 : **Contribution à la croissance annuelle moyenne du PIB réel**
En points de pourcentage[a]

	2011	2012	2013	2014
Consommation	1,4 (1,4)	1,0 (1,1)	1,2 (1,2)	1,2 (1,2)
Logement	0,1 (0,2)	0,3 (0,4)	-0,1 (0,0)	-0,1 (0,0)
Administrations publiques	0,1 (0,1)	-0,2 (-0,3)	0,3 (0,3)	0,3 (0,3)
Investissements fixes des entreprises	1,2 (1,4)	0,7 (0,5)	0,7 (0,8)	0,7 (0,8)
Total partiel : demande intérieure finale	2,7 (3,1)	1,8 (1,7)	2,1 (2,3)	2,1 (2,3)
Exportations	1,4 (1,4)	0,8 (1,3)	1,0 (1,0)	1,6 (1,4)
Importations	-1,8 (-2,2)	-0,7 (-0,9)	-0,8 (-0,9)	-1,3 (-1,2)
Total partiel : exportations nettes	-0,4 (-0,8)	0,1 (0,4)	0,2 (0,1)	0,3 (0,2)
Stocks	0,3 (0,1)	0,3 (0,0)	0,0 (-0,1)	0,0 (0,0)
PIB	2,6 (2,4)	2,2 (2,1)	2,3 (2,3)	2,4 (2,5)
Pour mémoire :				
Production potentielle	1,6 (1,6)	2,0 (2,0)	2,1 (2,1)	2,2 (2,2)
Revenu intérieur brut réel	3,7 (3,8)	1,5 (1,6)	2,8 (2,3)	2,6 (2,3)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*. Les données relatives à la production potentielle proviennent de la Note technique 2 du *Rapport* d'octobre 2011.

indicateurs disponibles, la croissance au troisième trimestre de cette année ait été plus faible qu'escompté, le taux d'expansion annuel pour 2012 est supérieur à celui avancé en juillet, par suite principalement des révisions qui montrent une croissance plus forte qu'estimé précédemment aux troisième et quatrième trimestres de 2011[7]. La projection de croissance est généralement semblable à ce qui était envisagé dans le *Rapport* de juillet (**Tableau 3**).

7 La croissance économique aux troisième et quatrième trimestres de 2011 a été de 5,8 % et 2,1 %, respectivement, ce qui représente une révision à la hausse par rapport aux taux précédents de 4,5 % et 1,9 %. Cette expansion plus vigoureuse a pour effet de relever le niveau moyen du PIB en 2012, toutes choses égales par ailleurs, contribuant ainsi à un taux de croissance annuel moyen plus élevé pour cette année (rechercher « Les mesures de la croissance économique » dans le site **banqueducanada.ca**).

Tableau 3 : **Résumé des projections relatives à l'économie canadienne selon le scénario de référence[a]**

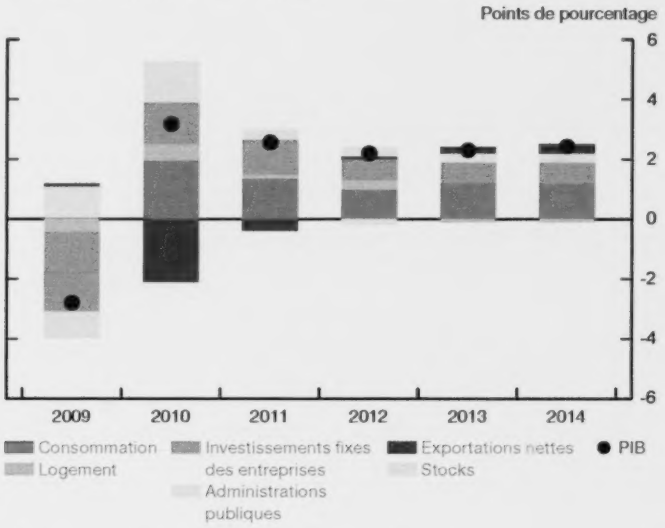
	2011	2012				2013				2014			
	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.	1er trim.	2e trim.	3e trim.	4e trim.
PIB réel (taux de variation trimestriel annualisé)	2,1 (1,9)	1,8 (1,9)	1,9 (1,8)	1,0 (2,0)	2,5 (2,3)	2,6 (2,3)	2,6 (2,4)	2,6 (2,6)	2,5 (2,7)	2,3 (2,5)	2,2 (2,3)	2,2 (2,2)	2,2 (2,2)
PIB réel (taux de variation en glissement annuel)	2,4 (2,2)	2,2 (1,8)	2,9 (2,5)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)	2,0 (2,1)	2,2 (2,3)	2,5 (2,4)	2,5 (2,5)	2,5 (2,6)	2,4 (2,6)	2,3 (2,4)	2,2 (2,3)
Indice de référence (taux de variation en glissement annuel)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	1,5 (1,9)	1,6 (1,9)	1,7 (1,9)	1,8 (2,0)	2,1 (2,0)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global (taux de variation en glissement annuel)	2,6 (2,6)	2,4 (2,4)	1,6 (1,7)	1,2 (1,2)	1,5 (1,6)	1,4 (1,5)	1,4 (1,5)	1,7 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
IPC global hors effet de la TVH et des modifications d'autres impôts indirects (taux de variation en glissement annuel)	2,5 (2,5)	2,2 (2,2)	1,4 (1,6)	1,1 (1,1)	1,4 (1,5)	1,4 (1,5)	1,5 (1,6)	1,8 (2,1)	2,1 (2,1)	2,1 (2,1)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)	2,0 (2,0)
WTI[b] (niveau)	94 (94)	103 (103)	93 (93)	92 (86)	92 (87)	93 (88)	94 (89)	94 (89)	94 (89)	93 (88)	92 (88)	92 (87)	91 (87)
Brent[b] (niveau)	109 (109)	118 (118)	109 (109)	109 (100)	113 (99)	112 (98)	110 (98)	108 (98)	107 (97)	105 (96)	104 (96)	102 (95)	101 (94)

a. Les chiffres entre parenthèses sont tirés du scénario de référence présenté dans la livraison de juillet 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

b. Les hypothèses relatives aux cours des pétroles bruts West Texas Intermediate et Brent (en $ É.-U. le baril) se fondent sur le prix moyen des contrats à terme pendant la période de deux semaines terminée le 19 octobre 2012.

Graphique 27 : **L'expansion de l'activité au Canada devrait tenir essentiellement à la demande intérieure privée**

Contribution à la croissance du PIB réel



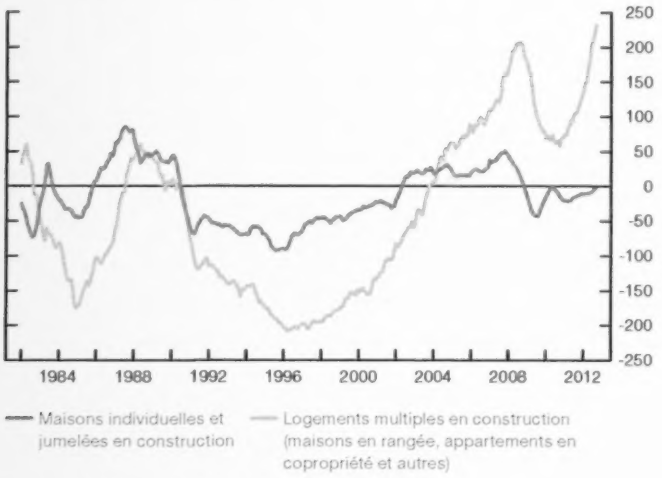
Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

La Banque continue d'anticiper que la consommation et les investissements fixes des entreprises seront les principaux moteurs de la croissance du PIB réel durant la période de projection, à la faveur de conditions financières expansionnistes au pays (**Graphique 27**). La reprise de la croissance par rapport à son creux au troisième trimestre de cette année devrait être surtout alimentée par une hausse modeste des exportations nettes. Cette évolution découle d'un certain équilibre entre les défis sur le plan de la compétitivité et l'amélioration projetée de l'expansion de l'activité à l'étranger, qui devrait passer d'un taux moyen de 3,5 % aux deuxième et troisième trimestres de 2012 à environ 7 % sur la période de projection (**Graphique 16**). Les perspectives de la demande intérieure finale sont légèrement plus faibles qu'en juillet, quoique les changements soient relativement mineurs. Malgré le soutien

◂ *La Banque continue d'anticiper que la consommation et les investissements fixes des entreprises seront les principaux moteurs de la croissance du PIB réel.*

Graphique 28 : **La construction de logements multifamiliaux demeure à un niveau élevé, malgré des signes de surconstruction**

Écart calculé par rapport à la moyenne historique après correction pour tenir compte de la population âgée de 25 ans et plus; nombre d'unités par 100 000 habitants, principales régions métropolitaines



Sources : Société canadienne d'hypothèques et de logement, Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada

Dernière observation : septembre 2012

supplémentaire dont devrait bénéficier la demande intérieure en raison du nouvel assouplissement des conditions financières observé récemment et des effets favorables de l'amélioration des termes de l'échange sur les revenus et sur la richesse des Canadiens, de récents indicateurs semblent rendre compte d'une évolution un peu moins vigoureuse de l'investissement résidentiel et des investissements fixes des entreprises qu'on ne l'entrevoyait auparavant.

Malgré des signes de surconstruction, le niveau des investissements dans le logement continue d'avoisiner des sommets historiques.

La hausse des dépenses des ménages a été modérée. La croissance de la consommation, qui a été faible au cours du premier semestre de 2012, est estimée avoir augmenté au troisième trimestre. Les investissements dans le logement ont reculé aux deuxième et troisième trimestres, après avoir enregistré des gains appréciables au cours des trois trimestres précédents. Néanmoins, malgré des signes de surconstruction, le niveau des investissements dans le logement continue d'avoisiner des sommets historiques (Graphique 28).

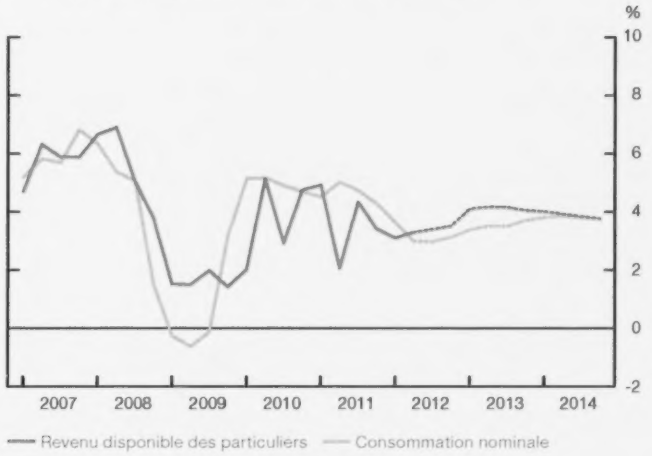
La consommation devrait progresser à une cadence modérée.

Il est possible que le haut niveau d'endettement des ménages canadiens commence à inciter ces derniers à faire preuve d'une plus grande prudence. Par conséquent, les perspectives de croissance des dépenses des ménages ont peu changé par rapport à celles que présentait la Banque dans le *Rapport* de juillet, et ce, malgré l'incidence favorable de l'amélioration des conditions financières et des termes de l'échange ces derniers mois. Ainsi, la consommation devrait progresser à une cadence modérée pendant la période de projection, affichant un rythme de croissance quelque peu inférieur à celui du revenu disponible (Graphique 29), ce qui se traduira par une légère hausse du taux d'épargne des particuliers (Graphique 30). On prévoit une contraction de l'investissement résidentiel, la part que celui-ci occupe dans l'ensemble de l'économie diminuant par rapport au niveau élevé

On prévoit une contraction de l'investissement résidentiel.

Graphique 29 : **Le revenu disponible des particuliers devrait progresser à un rythme modeste**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 30 : **Le taux d'épargne des particuliers devrait augmenter légèrement mais rester relativement faible**

Données trimestrielles

Sources : Statistique Canada et projections de la Banque du Canada

observé à l'heure actuelle (**Graphique 31**). À cet égard, les mesures mises en œuvre ces derniers mois par les autorités fédérales devraient contribuer à rendre le marché du logement plus soutenable au pays.

La révision complète dont a fait l'objet le Système de comptabilité nationale n'a pas eu pour effet de modifier le profil général récent des dépenses des ménages. Certains changements méritent toutefois d'être soulignés. Le taux d'épargne des ménages est maintenant estimé avoir été plus élevé ces dernières années que ce qui était indiqué auparavant, bien qu'avant 2006, il s'y révèle dans l'ensemble inférieur (**Encadré 3**). De plus, l'avoir net des ménages est maintenant estimé être plus élevé que signalé précédemment, ce qui montre une reprise plus forte depuis la récession. Enfin, le ratio de la dette au revenu des ménages est aujourd'hui estimé à 161 % au second trimestre de 2012, soit un niveau plus élevé qu'envisagé antérieurement.

Le ratio de la dette au revenu des ménages est aujourd'hui estimé à 161 %, soit un niveau plus élevé qu'envisagé antérieurement.

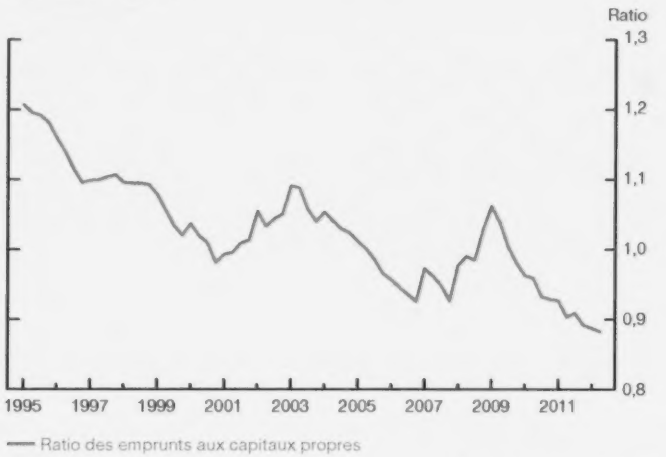
Graphique 31 : **La part de l'investissement résidentiel dans le PIB devrait diminuer par rapport à son niveau actuellement élevé**

Données trimestrielles

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 32 : **Leur ratio d'endettement touchant des creux historiques, les entreprises non financières sont bien placées pour investir**

Données trimestrielles



Source : Statistique Canada

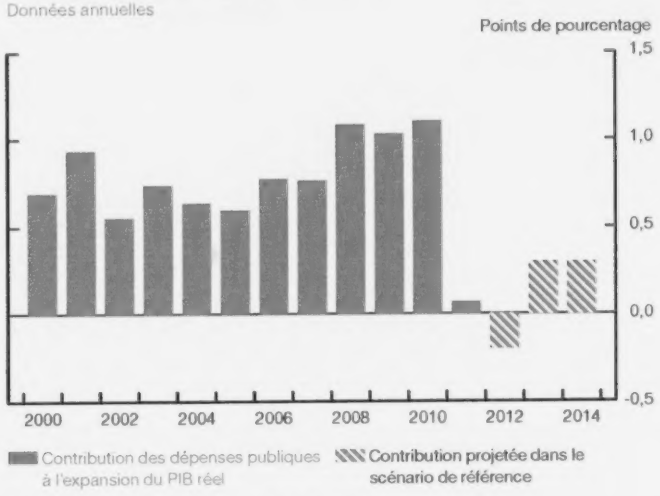
Dernière observation : 2012T2

La Banque s'attend encore à une expansion vigoureuse des investissements fixes des entreprises au cours de la période projetée. Cette prévision reflète la situation financière solide des firmes canadiennes (**Graphique 32**), les conditions de crédit avantageuses, le niveau élevé des prix des produits de base et la vigueur du dollar canadien, de même que l'incitation à améliorer la productivité dans un contexte de pressions accrues pour renforcer la compétitivité. Bien que ces facteurs aient été légèrement plus favorables aux perspectives des dépenses en immobilisations ces derniers mois, le profil projeté de la croissance des investissements fixes des entreprises est un peu moins robuste que dans le *Rapport* de juillet (**Encadré 3, Graphique 3-E**). La raison principale en est que l'incertitude économique mondiale semble avoir une plus grande incidence sur les projets d'investissement des firmes

◀ *La Banque s'attend encore à une expansion vigoureuse des investissements fixes des entreprises, malgré les effets de l'incertitude mondiale qui se font sentir.*

Graphique 33 : **La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste**

Données annuelles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

canadiennes, comme en témoignent les réponses moins positives obtenues lors de l'enquête sur les perspectives des entreprises réalisée cet automne par la Banque. En outre, de nombreuses firmes ont indiqué qu'ayant récemment terminé d'importants projets, elles comptaient maintenant s'employer à faire un usage plus intensif de leur équipement existant.

La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste.

La contribution des dépenses publiques à la croissance du PIB réel devrait être modeste durant la période de projection. Tout comme dans le scénario de référence publié en juillet, cette contribution devrait être beaucoup plus petite que ce qui a été observé normalement par le passé (**Graphique 33**), conformément aux plans d'assainissement des dépenses des gouvernements fédéral et provinciaux.

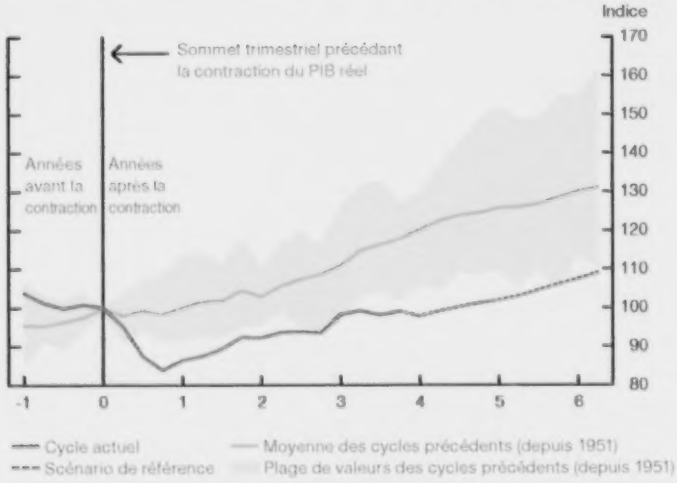
La reprise des exportations nettes devrait demeurer faible. La Banque entrevoit que l'expansion des exportations canadiennes augmentera mais restera relativement modérée malgré une croissance plus vive de l'activité à l'étranger (**Graphique 16**), étant donné les défis qui subsistent sur le plan de la compétitivité, y compris la vigueur persistante du dollar canadien. Par conséquent, le niveau des exportations canadiennes ne devrait pas revenir avant le premier semestre de 2014 à son sommet d'avant la récession (**Graphique 34**). Par contre, le niveau des importations a déjà retrouvé ce sommet. C'est en partie pourquoi le solde de la balance courante du Canada est passé d'un excédent avant la récession à un déficit d'environ 4 % du PIB. Ce déficit appréciable du compte courant, qui a été un peu plus important ces derniers trimestres qu'on ne l'estimait précédemment, devrait diminuer graduellement au cours de la période de prévision (**Graphique 35**).

L'expansion projetée des exportations est quelque peu plus forte, la valeur plus élevée postulée du dollar canadien neutralisant en partie seulement la demande américaine accrue.

L'expansion projetée des exportations est quelque peu plus forte que celle présentée dans le *Rapport* de juillet, la valeur plus élevée postulée du dollar canadien neutralisant en partie seulement le profil de croissance plus favorable que prévu des investissements des entreprises aux États-Unis et la reprise un peu plus ferme de la demande américaine de logements et d'automobiles par rapport aux bas niveaux enregistrés. La progression projetée des importations est similaire à celle avancée en juillet, en dépit de la valeur

Graphique 34 : **La reprise des exportations devrait demeurer faible**

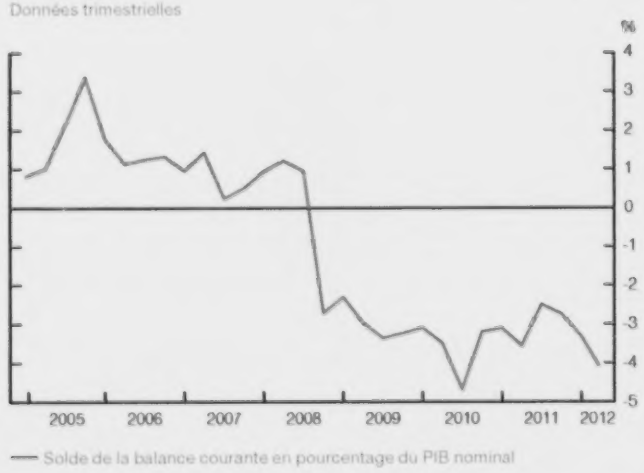
Évolution comparative des exportations, en termes réels, sur différents cycles; base 100 de l'indice : trimestre précédant la contraction du PIB réel, données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

Graphique 35 : **La balance courante du Canada est déficitaire depuis le début de la crise**

Données trimestrielles



Sources : Statistique Canada et calculs de la Banque du Canada — Dernière observation : 2012T2

plus élevée postulée du dollar canadien, du fait des perspectives légèrement plus faibles de la demande intérieure. Au final, la contribution projetée des exportations nettes à l'accroissement du PIB réel est donc un peu plus élevée qu'on ne l'envisageait en juillet, même si elle demeure relativement modeste.

Compte tenu de la projection d'évolution du PIB réel exposée ci-dessus, on s'attend à ce que la faible marge de capacités inutilisées présente actuellement dans l'économie canadienne se résorbe graduellement au cours des prochains trimestres et que cette dernière tourne à nouveau à plein régime d'ici la fin de 2013, soit légèrement plus tard qu'escompté dans le *Rapport* de juillet.

◂ *On s'attend à ce que l'économie canadienne tourne à plein régime d'ici la fin de 2013.*

L'inflation

L'inflation mesurée par l'indice de référence s'est située à 1,5 % en moyenne au troisième trimestre, en baisse par rapport au taux moyen de 2,0 % affiché au premier semestre de l'année. Les autres mesures de l'inflation fondamentale se sont également repliées sous les 2 % ces derniers mois (**Graphique 36**). Le fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus prononcé que prévu, ce qui tient aux prix un peu plus bas de toute une gamme de biens et de services. À l'inverse, les prix de l'essence ont été plus fermes qu'anticipé dans les derniers mois, en raison à la fois des cours mondiaux plus élevés du pétrole brut et des marges accrues. Du coup, l'inflation mesurée par l'IPC global concordait avec les attentes de la Banque, s'établissant à 1,2 % au troisième trimestre, en recul comparativement à 1,6 % au deuxième trimestre et à 2,4 % au premier (**Graphique 37**).

Le fléchissement de l'inflation mesurée par l'indice de référence a été plus prononcé que prévu.

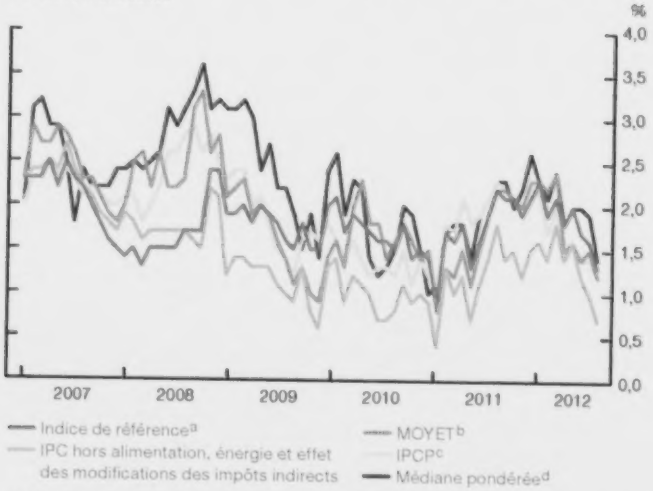
Les prix de l'essence ont été plus fermes qu'anticipé.

Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées. Les compilations de Consensus Economics publiées en octobre font état pour 2012 et 2013 de taux d'augmentation prévus de l'IPC global de 1,8 % et 1,9 %, respectivement. Dans l'enquête sur les perspectives des entreprises menée cet automne par la Banque, presque toutes les firmes sondées sont encore d'avis qu'au cours des deux prochaines années, la hausse moyenne des prix se maintiendra à l'intérieur de la fourchette de maîtrise de l'inflation de 1 à 3 %. Les mesures des attentes d'inflation à long terme issues du marché continuent aussi de concorder avec la cible de 2 %.

Les attentes d'inflation demeurent bien ancrées.

Graphique 36 : **Les autres mesures de l'inflation sous-jacente sont passées sous les 2 %**

Autres mesures de l'inflation sous-jacente, taux de variation en glissement annuel, données mensuelles

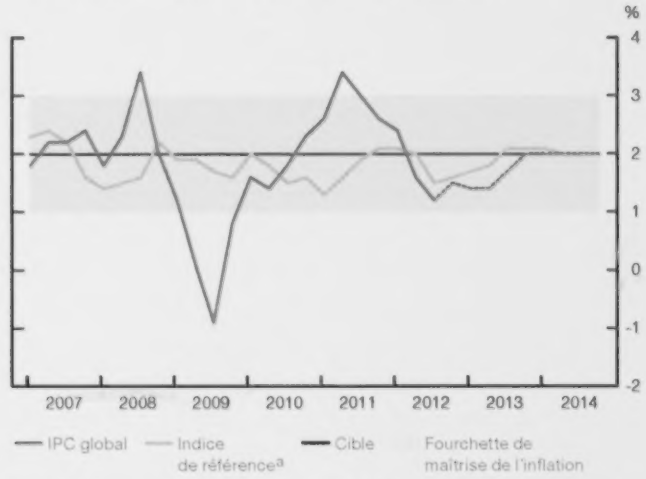


a. Mesure qui exclut huit des composantes les plus volatiles de l'IPC et l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes.
b. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond à la moyenne pondérée de la distribution transversale des variations de prix dont sont retranchées les valeurs se situant à plus de 1,5 écart-type de la moyenne de la distribution.
c. Dans cette mesure, qui est corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects, la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC est multipliée par un coefficient inversement proportionnel à la variabilité de la composante.
d. Mesure corrigée de l'effet des modifications des impôts indirects qui correspond au taux de variation du prix de la composante de l'IPC située au point médian de la distribution transversale des variations pondérées de prix.

Sources : Statistique Canada et Banque du Canada — Dernière observation : septembre 2012

Graphique 37 : **L'inflation mesurée par l'IPC global devrait se maintenir au-dessous de 2 % jusqu'à la fin de 2013**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



a. Indice excluant huit des composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que l'effet des modifications des impôts indirects sur les autres composantes

Sources : Statistique Canada et calculs et projections de la Banque du Canada

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée à court terme, avant de remonter progressivement au cours des prochains trimestres pour atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013, la faible marge de capacités inutilisées présente actuellement au sein de l'économie se résorbant graduellement et les attentes d'inflation demeurant bien ancrées (**Graphique 37**). De plus, on prévoit que la croissance de la rémunération du travail restera modérée, suivant en cela les récentes tendances affichées par la progression des salaires (**Graphique 38**), ce qui contribuera à la stabilité projetée de l'inflation. Comme on le supposait précédemment, les effets indirects associés au rétablissement de la taxe de vente provinciale en Colombie-Britannique devraient avoir une influence mineure sur l'inflation mesurée par l'indice de référence au cours de la période de projection[8].

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait demeurer modérée à court terme, avant de remonter progressivement au cours des prochains trimestres pour atteindre 2 % d'ici le milieu de 2013.

Cette projection de l'inflation mesurée par l'indice de référence est inférieure à celle contenue dans le *Rapport* de juillet. De même, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait demeurer sous les 2 % un peu plus longtemps qu'on ne l'avait d'abord envisagé, pour retourner à la cible d'ici la fin de 2013. Outre le profil d'évolution plus faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence, cette situation tient à une diminution attendue plus prononcée des prix de l'essence sur l'ensemble de la période projetée, par rapport à leurs niveaux élevés actuellement.

L'inflation mesurée par l'IPC global devrait retourner à la cible d'ici la fin de 2013.

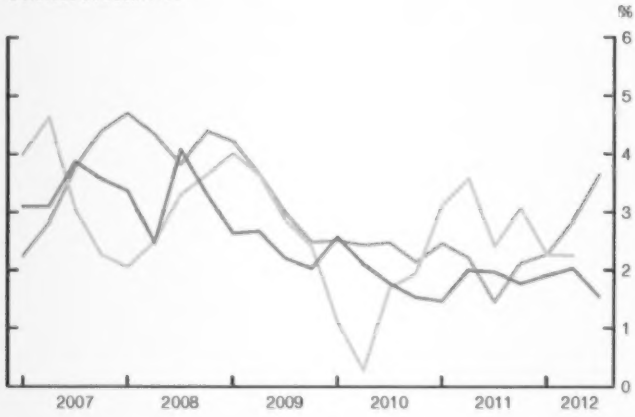
La projection de la Banque intègre une réduction de la détente monétaire se réalisant progressivement au cours de la période de projection, de façon compatible avec l'atteinte de la cible d'inflation.

L'incertitude entourant la projection de la Banque en matière d'inflation est illustrée à l'aide de graphiques en éventail. Le **Graphique 39** et le **Graphique 40** présentent les intervalles de confiance à 50 % et à 90 % relatifs au rythme d'augmentation en glissement annuel de l'indice de référence et de l'IPC global pour la période allant du quatrième trimestre de 2012 à la fin de 2014.

8 Voir la livraison d'avril 2012 du *Rapport sur la politique monétaire*.

Graphique 38 : **Les hausses de la rémunération du travail demeurent modérées, dans l'ensemble**

Données trimestrielles



— Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés (tous les secteurs)
— Rémunération horaire (taux de variation en glissement annuel)
— Salaire horaire moyen des employés permanents (taux de variation en glissement annuel)

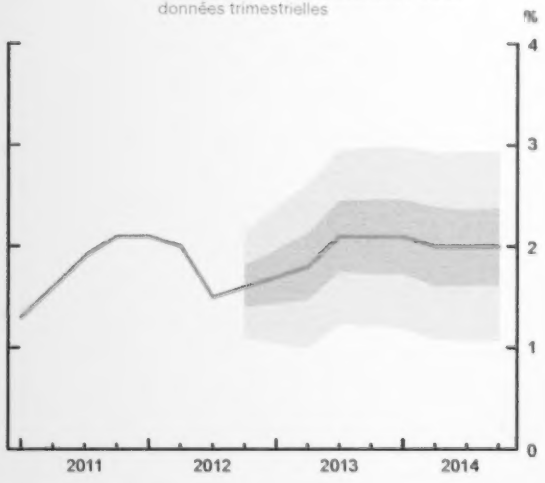
Nota : Les chiffres relatifs au troisième trimestre de 2012 pour l'augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés sont établis de manière approximative à partir de la moyenne des données de juillet et d'août.

Sources : Statistique Canada et Ressources humaines et Développement des compétences Canada

Dernières observations : 2012T2 et 2012T3

Graphique 39 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'indice de référence**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles

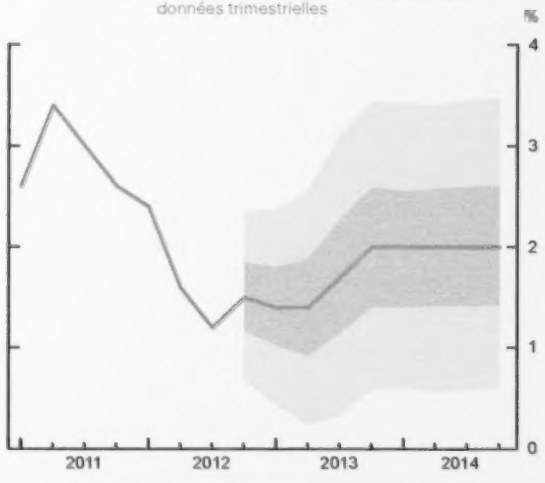


— Scénario de référence
Intervalle de confiance à 50 %
Intervalle de confiance à 90 %

Source : Banque du Canada

Graphique 40 : **Projection relative à l'inflation mesurée par l'IPC global**

Taux de variation en glissement annuel, données trimestrielles



— Scénario de référence
Intervalle de confiance à 50 %
Intervalle de confiance à 90 %

Source : Banque du Canada

Les risques entourant les perspectives

Des risques importants pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada. En particulier, dans sa projection, la Banque suppose que les autorités en Europe sont en mesure de contenir la crise actuelle et que le précipice budgétaire aux États-Unis sera évité. Les déséquilibres dans le secteur canadien des ménages demeurent le risque intérieur le plus important. Il s'agit d'un risque tant à la hausse qu'à la baisse.

Les trois principaux risques à la hausse en matière d'inflation au Canada ont trait à la possibilité de pressions inflationnistes plus fortes au sein de l'économie mondiale, d'une plus grande robustesse des exportations canadiennes et d'un dynamisme renouvelé de l'investissement résidentiel au Canada.

- Les pressions inflationnistes à l'échelle du globe pourraient être plus tenaces qu'on ne l'envisage en ce moment si la production potentielle dans les économies avancées est plus basse que projeté ou si la détente monétaire supplémentaire considérable mise en place par les grandes banques centrales entraîne une augmentation des prix plus forte qu'anticipé.
- L'expansion des exportations canadiennes pourrait être plus vigoureuse qu'attendu si les exportateurs améliorent leur compétitivité plus rapidement qu'on ne l'entrevoit présentement ou si la croissance de la production aux États-Unis est plus robuste qu'escompté.
- Bien qu'après avoir atteint des sommets inégalés, l'investissement résidentiel au Canada ait récemment fléchi, il pourrait reprendre de l'élan, ce qui accentuerait les déséquilibres actuels.

Les trois principaux risques à la baisse touchant l'inflation au Canada sont liés à la crise européenne, à une demande plus faible d'exportations canadiennes et à la possibilité que les dépenses des ménages canadiens connaissent une croissance moins vigoureuse.

- Le risque que la crise en Europe ne soit pas contenue est le plus grave auquel sont exposées les économies mondiale et canadienne. Les effets sur le Canada, passant par la voie des liens financiers, de la confiance et des échanges commerciaux, seraient considérables compte tenu de la taille de la zone euro et de son importance dans l'économie mondiale.
- La demande visant les exportations canadiennes pourrait être plus faible que prévu si les autorités américaines ne procèdent pas à l'étalement des mesures d'assainissement des finances publiques permettant d'éviter le précipice budgétaire, si le ralentissement des économies de marché

émergentes est plus marqué que projeté ou si les mesures de politique non traditionnelles prises par les autorités étrangères ont un effet démesuré sur les taux de change.

- Le lourd endettement persistant des ménages canadiens pourrait engendrer une décélération plus vive qu'attendu des dépenses de ceux-ci. Dans le même ordre d'idées, un brusque affaiblissement du secteur du logement au Canada pourrait avoir des répercussions notables sur d'autres secteurs de l'économie.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les risques qui pèsent sur les perspectives d'évolution de l'inflation au Canada sont relativement équilibrés au cours de la période de projection.